

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ – UFPR
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGADM
CURSO DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO: INVESTIGAÇÃO DOS ATRIBUTOS
CONSIDERADOS POR FUNDOS DE CAPITAL ANJO NO PROCESSO DE
DECISÃO DE INVESTIMENTO**

KESSYANE DA SILVA NOVAES HORBUCZ

CURITIBA
2015

Kessyane da Silva Novaes Horbucz

**FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO: INVESTIGAÇÃO DOS ATRIBUTOS
CONSIDERADOS POR FUNDOS DE CAPITAL ANJO NO PROCESSO DE
DECISÃO DE INVESTIMENTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração, área de concentração em Inovação e Tecnologia, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Ana Paula Mussi Szabo Cherobim

CURITIBA
2015

TERMO DE APROVAÇÃO

Kessyane da Silva Novaes Horbucz

**“FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO: INVESTIGAÇÃO DOS ATRIBUTOS
CONSIDERADOS POR FUNDOS DE CAPITAL ANJO NO PROCESSO
DE DECISÃO DE INVESTIMENTO”**

**DISSERTAÇÃO APROVADA COMO REQUISITO PARCIAL PARA
OBTENÇÃO DO GRAU DE MESTRA NO PROGRAMA DE PÓS-
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DA UNIVERSIDADE FEDERAL
DO PARANÁ, PELA SEGUINTE BANCA EXAMINADORA:**



Prof.^a Dr.^a Ana Paula Mussi Szabo Cherobim
(Orientadora/UFPR)



Prof.^a Dr.^a Márcia Ramos May
(Examinadora/UFPR)



Prof. Dr. Marcelo Hiroshi Nakagawa
(Examinador/INSPE)

17 de março de 2015

Ao meu pai afetuoso.

À minha mãe querida.

Aos meus irmãos, familiares e amigos que me apoiaram.

Ao meu companheiro tão amoroso, Nelson.

Dedico esse trabalho a vocês!

AGRADECIMENTOS

Meu alegre e profundo agradecimento aos que contribuíram de alguma maneira para que alcançasse esta vitória em minha vida.

Às professoras doutoras Andréa Paula Segatto, Jane Mendes, Natália Reese e Márcia May, vocês ajudaram e aconselharam sempre que as procurei, por isso e por todo o conhecimento que transmitem, eu as admiro.

À minha orientadora, Dra. Ana Paula M. S. Cherobim, por acreditar no meu potencial, pela atenção dada e pelos apontamentos realizados, os quais foram imprescindíveis para realização desta pesquisa.

Aos meus amigos de mestrado tão estimados, que tornaram os corredores e as salas da UFPR um lugar tão agradável de conviver, foram muitos momentos de angústias e de alegrias que compartilhamos durante os dois anos.

Aos investidores e aos empreendedores que doaram um pouquinho de seu tempo para que esse trabalho se concretizasse.

Ao professor Dr. Marcelo Hiroshi Nakagawa que aceitou prontamente fazer parte da banca de avaliação para fornecer suas preciosas considerações.

À minha família que tanto amo - pai, mãe, irmãos e esposo -, toda vitória tem um pouco de abdicação, muitas vezes distanciei-me dos meus amados para me dedicar a esse projeto, agradeço, principalmente, pelo apoio incondicional e pela compreensão de meu esposo, o qual me deu força para tornar esse sonho em realidade.

Ao Senhor, que me abençoa e proporciona a dádiva de sorrir, chorar, sentir, lutar, amar, ou seja, viver!

As nuvens mudam sempre de posição, mas são sempre nuvens no céu. Assim devemos ser todo dia, mutantes, porém leais com o que pensamos e sonhamos; lembre-se, tudo se desmancha no ar, menos os pensamentos. (Paulo Beleki).

RESUMO

O presente estudo versa sobre investimento anjo como fonte de financiamento à inovação. O objetivo é investigar o processo de decisão de investimento dos investidores anjo, desde a seleção de empresas a serem aportadas até os procedimentos adotados ao longo do processo. Quais são os atributos das empresas financiadas? Como acontece o processo de investir? Quais atributos da empresa são importantes? Como a inovação está entre eles? A estratégia de pesquisa é o estudo multicaso, a partir de entrevistas semiestruturadas com investidores e empreendedores. A revisão teórica permitiu estabelecer a conceituação de investidores anjo e *angel capital* no universo dos investimentos de capital de risco, bem como estabelecer os atributos considerados na decisão de investimento, levando em conta a lente teórica. A pesquisa de campo confirmou a importância da credibilidade, observada pelos investidores na postura desenvolvida pelos empreendedores e confirmada pelos próprios empreendedores entrevistados, também observou que a busca por projetos inovadores é o atributo mais importante, após ser estabelecida confiança entre investidor e empreendedor. No entanto, refutou a relevância da localização geográfica do investidor anjo em relação às empresas investidas, quando da decisão de investimento. Foram entrevistados cinco investidores anjos e cinco empreendedores, os quais receberam aportes de investimento anjo.

Palavras-chave: Investimento anjo, capital de risco, fontes de financiamento à inovação, atributos.

ABSTRACT

The present study focuses on angel investment as a source of finance for innovation. The object is to investigate the angel investors investment decision process, from the selection of companies to be financed to the procedures adopted throughout the process. What are the attributes of funded companies? As the process of investing? Which company attributes are important? Since innovation is among them? The research strategy is the multihulls study from semi-structured interviews with investors and entrepreneurs. The literature review allowed us to establish the concept of angel investors and angel capital in the world of venture capital investments and to establish the attributes considered in the investment decision, taking into account the theoretical lens. The field research confirmed the importance of credibility, observed by investors in posture developed by entrepreneurs and confirmed by the subjects entrepreneurs, one can also observe that the search for innovative projects is the most important attribute after establishing trust between investor and entrepreneur. However, refuted the relevance of geographical location angel investor in respect of invested companies to the investment decision. We interviewed five angel investors and five entrepreneurs, which received angel investment contributions.

Keywords: angel investment, venture capital, funding sources for innovation, attributes.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Desenho da pesquisa.....	18
Figura 2: Dimensões da inovação	25
Figura 3: Modalidades de capital de risco	35
Figura 4: Publicações no ano	48
Figura 5: Publicações por área.....	49
Figura 6: Regiões estudadas.....	50
Figura 7: Processo de decisão do investidor anjo	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Fases do ciclo de vida tecnológico	27
Quadro 2: Atributos tangíveis e Intangíveis.....	52
Quadro 3: Resumo da Metodologia.....	54
Quadro 4: Apresentação dos Investidores	63
Quadro 5: Apresentação dos Empreendedores	64
Quadro 6: Dimensão da inovação – Investidor.....	68
Quadro 7: Dimensão da inovação - Empreendedor	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Áreas de Interesses.....	42
Tabela 2: Levantamento Ebsco.....	46
Tabela 3: Levantamento Portal Capes.....	46
Tabela 4: Levantamento Bibliométrico.....	47
Tabela 5: Levantamento publicações por autor.....	48
Tabela 6: Respostas dos investidores.....	66
Tabela 7: Atributos citados pelos investidores.....	67
Tabela 8: Respostas dos empreendedores.....	70
Tabela 9: Atributos citados pelos empreendedores.....	70
Tabela 10: Respostas de todos os entrevistados.....	73
Tabela 11: Comparativo das respostas dos entrevistados.....	83

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Venture Capital</i>
BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
<i>FFF</i>	<i>Friends, Family and Fools</i>
IA	Investimento Anjo
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
<i>PE</i>	<i>Private Equity</i>
VC's	<i>Venture Capitalist</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA.....	18
1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA	19
1.2.1 OBJETIVO GERAL	19
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	19
1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA	20
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	21
2.1 TEORIA EVOLUCIONÁRIA	21
2.2 INOVAÇÃO	23
2.3 SISTEMA DE INOVAÇÃO (SI)	27
2.4 FONTES DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO	30
2.5.1 Modalidades de Capital de Risco	36
2.5.2. Desinvestimento ou Saída	38
2.6 INVESTIMENTO ANJO	39
2.6.1 Investimento Anjo no mundo	39
2.6.2 Investimento Anjo no Brasil	42
2.6.3 Investimento Anjo e suas contribuições	43
2.7 ESTADO DA ARTE DAS PESQUISAS SOBRE INVESTIMENTO ANJO	45
2.8 TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES ANJOS	50
3 METODOLOGIA	54
3.1 CONCEPÇÃO ONTOLÓGICA E EPISTEMOLÓGICA.....	55
3.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA	57
3.3 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS.....	58
3.4 DELINEAMENTOS DA PESQUISA	60
3.5 TÉCNICAS DE COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	61
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	62
4.1 ANÁLISE DOS ATRIBUTOS SOB A ÓTICA DO INVESTIDOR	65
4.2 ANÁLISE DOS ATRIBUTOS SOB A ÓTICA DO EMPREENDEDOR	69
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	80
REFERÊNCIAS.....	86
APÊNDICE A	93
APÊNDICE B	96
APÊNDICE C.....	99

1 INTRODUÇÃO

Este estudo versa sobre o financiamento à inovação. Especificamente, investigam-se os atributos considerados por investidores de capital de risco, do tipo investidor anjo, no processo de seleção de empresas a serem aportadas. A questão da inovação é pertinente, porque projetos inovadores, mesmo sendo mais arriscados, tendem a oferecer retornos acima da média do mercado. Por definição, capitalistas de riscos assumem mais risco para aumentar as possibilidades de auferir maiores retornos. (RAMALHO, 2010; KORTUM & LERNER, 2000; GOMPERS, 1994).

Porter (1986) diz que a empresa, além de ter que apresentar retorno financeiro acima da média, precisa desenvolver diferenciais para se manter no mercado, sendo que tais diferenciais partem da adoção de práticas inovadoras, novos produtos e/ou processos com o intuito de desenvolver vantagens perante a concorrência

Schumpeter (1997) destaca a inovação como forma de aguçar a competitividade da empresa, designando-a como uma “destruição criadora”, necessária para a empresa alcançar e garantir sua sobrevivência. Nelson (2006) ressalta dois trabalhos de Schumpeter - *Teoria do desenvolvimento econômico e Capitalismo, Socialismo e Democracia* -, como fontes estimulantes para explicar esse fenômeno chamado inovação, principalmente quando se volta para o desenvolvimento econômico e suas consequências.

Esses trabalhos argumentam que a inovação não emerge espontaneamente na empresa, tornando-se imprescindível criar um ambiente inovador que permita que as boas ideias se transformem em projetos inovadores e lucrativos. Partem da ideia evolucionista e da abordagem sistêmica como embasamento para a necessidade de fomento à inovação.

O ambiente inovador tem características internas à empresa, que envolvem a orientação estratégica, a eficiência, o conhecimento organizacional e a utilização de recursos; e também características externas relativas à competição e às parcerias, como por exemplo: parcerias com institutos de pesquisa, busca por fontes de

financiamento adequadas, observância do comportamento dos concorrentes e de novos entrantes. (POPADIUK, 2010).

Sendo assim, para dar maior dinamicidade, o Sistema Nacional de Inovação procura organizar os fatores envolvidos, destacando a relação entre seus agentes - empresa, governo, investidores e institutos de pesquisa -, com objetivo de trocar conhecimento por intermédio da interação entre eles. (FAGERBERG, 2004).

São muitos os fatores a estudar com a finalidade de compreender a inovação, dentre eles, disponibilidade de fontes de financiamento. Dessa forma, Maçaneiro e Cherobim (2011) destacam os principais incentivos de acesso às fontes de financiamento público, que incluem programas governamentais específicos à inovação, proximidade com centros de pesquisa e com universidades e experiência na proposição de projetos. Já em relação aos óbices, as autoras avaliam a inexperiência da empresa quanto ao processo de avaliação dos fundos de investimento, entre outros.

Conforme Corder e Salles-Filho (2006, p.37), muito pouco das linhas de créditos tradicionais são direcionadas à inovação, por conta da falta de garantias e tempo de retorno, por isso “o capital de risco, por exemplo, é um mecanismo que se propõe a financiar inovação e, nesse sentido, diferencia-se dos tradicionais”.

Quando um investidor tradicional opta por aplicar recursos, a decisão de investimento pauta-se na relação risco retorno. O investidor assume maior risco se há perspectivas de maior retorno e, em se tratando de investimento à inovação, o desafio é maior, haja vista que em alguns casos o foco é atender as necessidades produtivas tradicionais. Isso é presenciado com maior frequência em países em desenvolvimento, o que retarda a mobilização de capital para fomentar a inovação. (CORDER & SALLES-FILHO, 2006).

Entre as alternativas para financiamento da inovação, encontram-se as diferentes formas de capital de risco. Alguns autores têm estudado o tema, como Mendonça (2012), Maçaneiro e Cherobim (2010; 2011), Hirukawa e Ueda (2008), Luna, Moreira e Gonçalves (2008); Corder e Sales-Filho (2006; 2004), Kortum e Lerner (2000). São autores que têm abordado a matéria sob a perspectiva de identificação de mecanismos adequados, que possam corroborar para o financiamento de atividades inovadoras, de forma a fomentar o empreendedorismo.

Segundo Luna, Moreira e Gonçalves (2008), o capital de risco contempla diferentes perfis de investidores, sendo que um deles é denominado de anjo e, por participar da gestão dos projetos, tende a reduzir as probabilidades de erros, o que, conseqüentemente, pode aumentar a possibilidade de maior retorno do capital investido.

Dessa forma, o capital anjo ou *angel capital* é o segmento de capital risco voltado às empresas em fases iniciais, por vezes sequer formalizadas.

Na ótica de Gompers (1994); Ramadani (2009) e DeGennaro (2010), o “*angel capital*” é um tipo capital de risco informal, composto por empresários, médicos, advogados e outros indivíduos que estão dispostos a financiar uma ideia. Segundo os autores, esses indivíduos costumam criar redes, grupos ou os chamados fundos informais de investidores anjos, com o objetivo de pulverizar os seus investimentos, contribuindo com um número maior de aportes a outros projetos.

Sabe-se que o mercado do investimento anjo nos EUA e na Europa movimenta elevados valores se comparados a todas outras modalidades de capital de risco, com isso, o investimento anjo, mesmo informalmente, contribui de forma significativa para expansão dos investimentos de riscos. (WILTBANK, 2005; ZACHARY & MISHRA, 2013). Inclusive a maior fatia do mercado voltado ao capital de risco pertence ao investimento anjo. (MASON & HARRISSON, 2002).

Mesmo sendo informal, o investidor anjo tem alguns critérios de seleção que ele adota para aportar ou não seu recurso em algum projeto, por exemplo: o espírito empreendedor das pessoas envolvidas e o grau de novidade de um projeto.

Denotaram-se os principais aspectos da pesquisa, com o objetivo de melhor contextualizar o tema deste estudo, que se concentra no investidor anjo como fonte de financiamento à inovação, partindo da ideia de que “o investidor anjo, portanto, desempenha um papel chave na economia, promovendo o empreendedorismo, criação de emprego e inovação”. (DEGENNARO; p. 56, 2010).

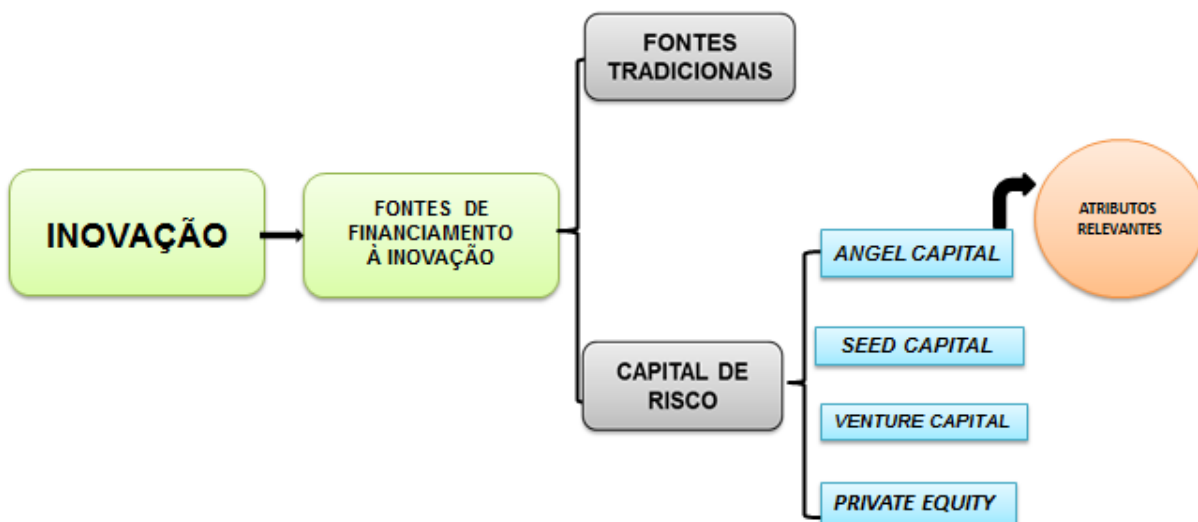
Na sequência, o tema do estudo está mais delimitado, transformando-se em um Problema de Pesquisa. Para dissertá-lo é, então, estabelecido o objetivo da pesquisa; delineado em objetivos específicos, justificativa teórica e prática e, posteriormente, a base teórico-empírica.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Inicialmente, enfatiza-se que o investimento anjo contribui para concretização de ideias inovadoras e para sobrevivência de empresas nascentes. (RAMALHO, 2010; GOMPERS, 1994; DEGENNARO, 2010). Porém, pouco se sabe sobre o que leva o investidor aportar em um ou outro projeto e o que influencia na sua tomada de decisão.

“A formulação do problema prende-se ao tema proposto: ela esclarece a dificuldade específica com a qual se defronta e que se pretende resolver por intermédio da pesquisa”. (MARCONI & LAKATOS, 2009 p.107). Posto isso, definiu-se como problema de pesquisa: **Quais os atributos relevantes das empresas aportadas por investidores anjo?**

Figura 1: Desenho da pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2015)

1.2 OBJETIVOS DE PESQUISA

De acordo com Creswell (2010), é importante comunicar a intenção da pesquisa expondo os objetivos para responder à questão proposta, pelo problema de pesquisa. Diante disso, a seguir, são explicados o objetivo geral e os objetivos específicos.

1.2.1 OBJETIVO GERAL

Investigar e analisar os atributos das empresas financiadas por investidores anjo.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Identificar Investidores Anjo;
- b) Identificar empreendimentos inovadores financiados por investimento anjo;
- c) Investigar os atributos das empresas que receberam aportes de investidores anjos; sob a ótica do empreendedor;
- d) Investigar os atributos das empresas que receberam aportes de investidores anjos; sob a ótica do investidor;
- e) Estabelecer semelhanças e diferenças entre as empresas aportadas; e
- f) Estabelecer semelhanças e diferenças entre os investidores anjo.

1.3 JUSTIFICATIVA TEÓRICA E PRÁTICA

O presente estudo é justificado pelo fato de que o investimento anjo contribui para o desenvolvimento econômico, em função das oportunidades oferecidas pelo “*Business Angel*” em termos de criação de emprego e fonte de inovação. (GOMPERS, 1994; DEGENNARO, 2010; ZACHARY & MISHRA, 2013).

Corroborando com essa ideia, Ramadani (2009) acrescenta que o financiamento das empresas é algo essencial para o desenvolvimento e sobrevivência delas, e que o investidor anjo tem importante papel como financiador dessas empresas, as quais, em sua maioria, têm elevado potencial de crescimento e seguem uma linha inovadora.

No entanto, apesar de sua importância e relevante contribuição econômica, o investimento anjo não vem recebendo muita atenção dos acadêmicos e gestores de fundos formais. O investimento anjo promove a expansão de *startups*, dando início a um ciclo de investimentos e alimentando a cadeia de *venture capital*. (DEGENNARO, 2010; ZACHARY & MISHRA, 2013).

Como não há uma longa tradição de pesquisa sobre o investimento anjo, os estudos recentes acerca do tema estão partindo de conjuntos de critérios que levam os investidores anjos a tomarem as suas decisões de investimento. (BRUSH, EDELMAN & MANOLOVA, 2012).

Conforme Rapini (2009), o capital de risco é a principal alternativa criada pelo mercado financeiro e que é voltado a empreendimentos inovadores, isso, no Brasil, tem sido fortemente estimulado por agentes de fomento, tais como: Finep e BNDES. Ainda, no país, há carência de estudos científicos que investiguem quais as exigências impostas pelos investidores anjos aos empreendedores, bem como outros atributos que os fazem decidir entre aportar capital ou não em projetos que lhes são apresentados.

O apoio de um investidor anjo - capitalista de risco – pode ser de significativa importância para o sucesso de uma empresa em estágio inicial, período crítico para o empreendedor. O aporte e as características do processo de investimento podem influenciar diretamente no risco de mortalidade do empreendimento, conforme explicam Johnson e Sohl (2012). Por isso a figura do investidor anjo é essencial,

tendo em vista que este detém algumas características que os diferenciam dos demais, como a experiência em gestão e uma rede de contatos.

Diante disso, Zachary e Mishra (2013) sugerem que se aprofundem os estudos empíricos e acadêmicos sobre investimento anjo, expondo inclusive alguns questionamentos acerca dessa fonte de financiamento, tais como: o que nós precisamos saber sobre investidores anjos? E quais são as características de sucesso observadas nas empresas pela ótica do investidor anjo?

Objetivando contribuir com informações pertinentes a empreendedores, a investidores e a agentes intermediadores, este estudo buscou listar os principais critérios e características relevantes, fornecendo, dessa forma, dados importantes, os quais podem ajudar os empreendedores a elaborar projetos assertivos no momento de sair em busca de financiamento junto aos investidores anjos.

Essa justificativa procurou trazer luz ao tema pesquisado. O segundo capítulo apresenta o referencial teórico, abordando inovação, fonte de financiamento e investidor anjo. A metodologia do estudo está desenvolvida no terceiro capítulo. As análises são apresentadas no quarto capítulo e a conclusão encerra o trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O estudo do tema em questão demanda a conceituação da teoria evolucionária, de inovação, de sistema nacional de inovação, de fontes de financiamento à inovação, de capital de risco e de investimento anjo.

O capítulo inicia com as conceituações e encerra apresentando o estado da arte das pesquisas atinentes ao assunto.

2.1 TEORIA EVOLUCIONÁRIA

Conforme Nelson e Winter (2005), a teoria desenvolvida por eles se diferenciava das teorias prevaletentes à época, por exemplo: as teorias ortodoxas tratavam as firmas como motivadas pelo lucro, mantendo certas capacidades e

regras de decisão que se modificam de acordo com os obstáculos que lhes são expostas e que venham a surgir com o passar do tempo.

Baseado na ideia de mutação ao longo do tempo e de adaptação ao ambiente de acordo com as perturbações que são expostas aos genes, a teoria evolucionária biológica é comparada com o desenvolvimento econômico. (NELSON & WINTER, 2005).

Quando Schumpeter (1997) questiona a necessidade de novas combinações, ele parte da seguinte justificativa:

Cada indivíduo leva adiante seus afazeres econômicos tão bem quanto pode. Seguramente suas próprias intenções nunca são realizadas com perfeição ideal, mas, em última instância, o seu comportamento é moldado pela influência exercida sobre ele pelos resultados de sua conduta, de modo a adequar-se a circunstâncias que, via de regra, não mudam subitamente. Se um negócio não pode nunca ser absolutamente perfeito em qualquer sentido, pode, no entanto, com o tempo, aproximar-se de uma relativa perfeição, considerando-se o mundo ao redor, as condições sociais, o conhecimento do momento e o horizonte de cada indivíduo ou de cada grupo. (SCHUMPETER, 1997, p.87)

Na ótica da teoria evolucionária, a mudança técnica e a estrutura de mercado se afetam por conta de suas interações, de forma que a inovação pode ou não dar o retorno esperado. (STAL, SBRAGIA, CAMPANARIO & ANDREASSI, 2006). E, por conseguinte, a dinâmica de crescimento da economia é entendida como geração, utilização e difusão das inovações. (CASSIOLATO & LASTRES, 2007).

No entanto, um fato nunca é puramente ou exclusivamente econômico; sempre existem outros aspectos em geral mais importantes. (SCHUMPETER, 1997, p.23). Isso ocorre porque, ao invés de trocas mercantis e de acumulação de recursos materiais, prioriza-se a produção baseada na criatividade humana e no aprendizado, que são processos interativos de várias origens, consolidando assim a inovação. (CASSIOLATO & LASTRES, 2005).

Esses fatos têm o condão de desequilibrar os mercados, provocando alterações em seu arcabouço, diante dessas mutações surge a ideia de “seleção natural” econômica, onde o próprio mercado determina o crescimento ou desaparecimento das firmas. (NELSON & WINTER, 2005, p.26).

De acordo com Tigre (1998), a visão de movimento e de evolução das atividades produtivas expostas pela teoria evolucionária tem sido aceita por muitos

economistas para explicar as mudanças que ocorrem ao longo do tempo na estrutura de uma economia.

Tanto Tigre (1998) como Fagenberg (2004) remetem à ideia de que os indivíduos e as organizações estão em uma dinâmica de aprendizagem constante e, a partir dessa habilidade, aliada aos elementos que proporcionam à inovação, juntamente com as perturbações internas e externas das organizações, desenvolvem-se um efeito sistêmico no qual ocorrem as relações e interações que difundem as inovações organizacionais e tecnológicas.

2.2 INOVAÇÃO

Conforme Schumpeter (1997), o mundo oferece inúmeras possibilidades para o indivíduo que tenha alguma força de vontade e coragem para sair de sua rotina, partindo, assim, em busca de suas aspirações. Diante disso, Schumpeter (1997) expõe que, no momento em o indivíduo faz novas descobertas, ele amplia o seu estoque de conhecimento e passa a perceber as possibilidades existentes.

Ao perceber essas possibilidades, Schumpeter (1997, p. 87) argumenta que o indivíduo passa a “criar porcos em vez de vacas” e, desde então, a fazer combinações novas com o estoque de conhecimento adquirido e visão ampliada do mercado.

Utilizando os conceitos de Schumpeter (1997), Fagerberg (2004) voltando-se para a empresa, esclarece que ao combinar vários tipos de conhecimento, capacidades, competências e recursos sobre uma invenção, esta deixa de ser invenção para se tornar uma inovação, pois é posta em prática.

Conforme Stal *et al.*, (2006), a invenção passa a ser uma inovação a partir do momento que existe uma comercialização do produto ou serviço inventado, ressaltando a ótica econômica. Desta forma, a inovação é justificada pela destreza de usufruir ao máximo das oportunidades que venham a aparecer. (TIDD; BESSANT & PAVITT, 2008).

Para Schumpeter (1997, p.78), “a realização de combinações novas significa, portanto, simplesmente o emprego diferente da oferta de meios produtivos existentes no sistema econômico”. Fagerberg (2004) complementa esse pensamento, explicando que a inovação é um elemento que elucida o desenvolvimento entre as organizações, sejam elas, empresas ou países.

Para Schumpeter (1997), isso ocorre pelo fato de que estando uma necessidade satisfeita, esta acaba por interferir na produção adicional, já que não há expectativa de maior produção para tal produto. Conforme Schumpeter (1997), a partir da busca por demanda, é gerada uma pressão sobre os processos produtivos a fim de encontrar novas combinações que atendam aos consumidores menos desejosos dos atuais produtos e anseiam por algo novo.

Ao ocorrer tal situação, Fagerberg (2004) expõe que as regiões e/ou países que respondem essas pressões com maior produtividade, fazendo uso de novas combinações e gerando mais renda, tornando-se mais desenvolvidas que regiões e/ou países menos inovadores.

Tendo em vista o foco dado à inovação - nova combinação -, é importante caracterizar os casos de inovação a partir de Schumpeter (1997):

Esse conceito engloba os cinco casos seguintes: 1) Introdução de um novo bem — ou seja, um bem com que os consumidores ainda não estiverem familiarizados — ou de uma nova qualidade de um bem. 2) Introdução de um novo método de produção, ou seja, um método que ainda não tenha sido testado pela experiência no ramo próprio da indústria de transformação, que de modo algum precisa ser baseada numa descoberta cientificamente nova, e pode consistir também em nova maneira de manejar comercialmente uma mercadoria. 3) Abertura de um novo mercado, ou seja, de um mercado em que o ramo particular da indústria de transformação do país em questão não tenha ainda entrado, quer esse mercado tenha existido antes, quer não. 4) Conquista de uma nova fonte de oferta de matérias-primas ou de bens semimanufaturados, mais uma vez independentemente do fato de que essa fonte já existia ou teve que ser criada. 5) Estabelecimento de uma nova organização de qualquer indústria, como a criação de uma posição de monopólio (por exemplo, pela trustificação) ou a fragmentação de uma posição de monopólio. (SCHUMPETER, 1997, p.76).

Para Fagerberg (2004), apesar de a inovação existir desde o início da humanidade, ainda assim não há entre seus teóricos unicidade de vozes sobre seu conceito. Isso ocorre em função da inovação ser estudada por várias áreas, com fraca comunicação e até mesmo ausente entre elas, levando a uma visão

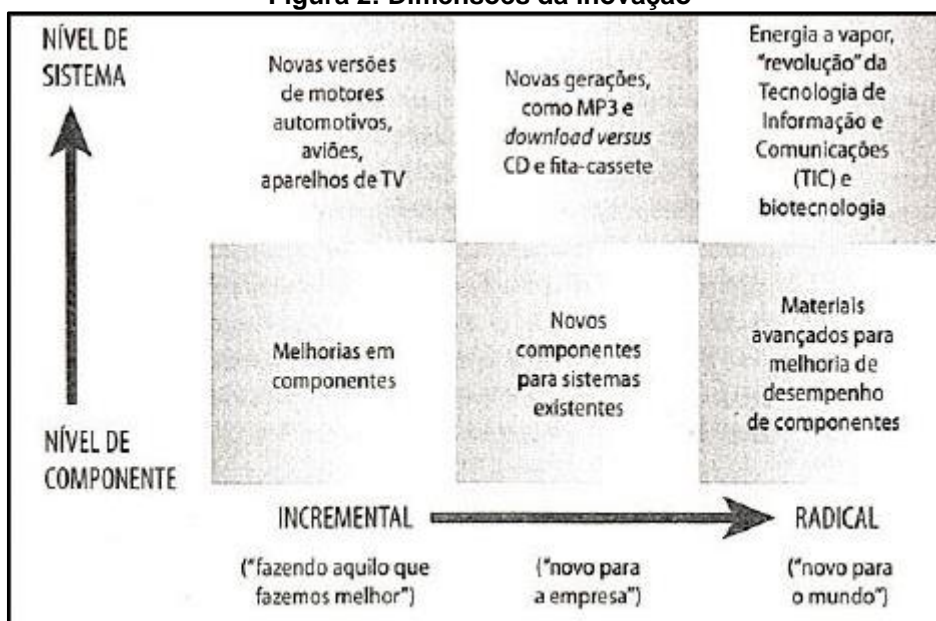
pulverizada sobre a inovação, impossibilitando a construção de um conceito mais robusto.

Diante disso, a Organisation for Economic Co-Operation and Development - OECD (2005) buscou alinhar o conceito de inovação com a criação do “Manual de Oslo”, no qual define:

Uma **inovação** é a implementação de um produto (bem ou serviço) novo ou significativamente melhorado, ou um processo, ou um novo método de marketing, ou um novo método organizacional nas práticas de negócios, na organização do local de trabalho ou nas relações externas. (OECD, 2005, p.55).

Na abordagem Schumpeteriana de novas combinações, estas se referem apenas à implementação de um novo produto ou serviço, chamada de inovação radical. Sendo assim, a inovação radical consegue impactar no desenvolvimento econômico e mercadológico. (STAL *et al.*, 2006). Ou seja, a “inovação radical é aquela mudança significativa que afeta simultaneamente tanto o modelo de negócios quanto à tecnologia de uma empresa”. (DAVILA; EPSTEIN & SHELTON, 2006, p.69).

Figura 2: Dimensões da inovação



Fonte: Tidd, Bessant e Pavitt (2008)

Conforme Tidd, Bessant e Pavitt (2008), a inovação não se fixa apenas na abertura de novos mercados, podendo ser encontrada também nas novas formas de servir aos mercados já maduros e consolidados.

Por sua vez, Davila, Epstein, Shelton (2006) mencionam que a inovação incremental tem como atributo proporcionar à firma a manutenção de sua fatia de mercado, extraindo o máximo de valor possível sem grandes mudanças e/ou investimentos, mantendo o desenvolvimento e comercialização do produto ou serviço juntamente com a sua rentabilidade.

Outra forma de diferenciar a inovação incremental da inovação radical é observando o seu grau de novidade:

a) o grau de novidade de uma inovação situa-se entre dois extremos, o mínimo e o máximo. Se tendente a se aproximar do mínimo, considera-se a inovação incremental. Se tendente a se aproximar do máximo, considera-se a inovação radical.

b) o grau de novidade refere-se ao principal produto ou processo objeto de inovação da empresa, e é representativo do resultado total da sua atividade inovativa. Uma definição de inovação radical seria: inovação que, baseada em uma novidade tecnológica ou mercadológica, leva à criação de um novo mercado, podendo (ou não) acarretar a descontinuidade (disruption) do mercado existente.

Inovação incremental poderia ser definida como: a inovação que incorpora melhoramentos (características técnicas, utilizações, custos) a produtos e processos preexistentes. (TIRONI & CRUZ, 2009, p.8 e 9).

Porém, esse conceito de inovação ainda é visivelmente amplo, o que permite à OECD (2005) tipificar quatro características de inovação que são: i) produto; ii) processo; iii) *marketing* e, ix) organizacional, detalhadas de tal forma que:

Uma **inovação de produto** é a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, *softwares* incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais. (OECD, 2005, p.57)

Uma **inovação de processo** é a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou *softwares*. (OECD, 2005, p.58)

Uma **inovação de marketing** é a implementação de um novo método de *marketing* com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços. (OECD, 2005, p.59)

Uma **inovação organizacional** é a implementação de um novo método organizacional nas práticas de negócios da empresa, na organização do seu local de trabalho ou em suas relações externas. (OECD, 2005, p.61)

Quando Schumpeter (1997, p.32) expõe que “tanto econômica quanto tecnologicamente, produzir significa combinar as forças e coisas ao nosso alcance” entende-se que, para chegar à inovação e à competitividade é importante que se desenvolvam novas tecnologias.

Conforme Christensen (2012), há ainda um ciclo de vida tecnológico e que, ao completá-lo, a organização reconhece que para garantir sua sobrevivência é inevitável partir para uma inovação radical. Esse ciclo de vida tecnológico é dividido em três fases: i) introdução, ii) crescimento e; iii) maturidade. (CHRISTENSEN, 2012).

Quadro 1: Fases do ciclo de vida tecnológico

FASES	CARACTERÍSTICAS
Introdução	Quando há introdução de nova tecnologia ou inovação.
Crescimento	Quando existe uma busca por ampliar o mercado utilizando inovações incrementais
Maturidade	Quando há saturação de melhorias provocada pelo processo de maturação dos processos e da tecnologia já difundida

Fonte: Elaborado pela autora, baseado em Christensen (2012)

Sendo assim, Cassiolato e Lastres (2005) destacam que as inovações organizacionais e técnicas se complementam da mesma forma que as inovações radicais e incrementais. A ideia de mudança gradual, exposta quando se refere à inovação incremental, é aceita com base na teoria evolucionária. (STAL *et al*, 2006).

2.3 SISTEMA DE INOVAÇÃO (SI)

Para Freeman e Soete (2008), o trabalho desenvolvido por Georg Friedrich List no livro chamado “Sistema Nacional de Economia Política”, enquadrar-se-ia

perfeitamente com o título de “Sistema Nacional de Inovação - SNI”, por ter dado origem as teorias que abordam o SNI.

A acumulação de capital (poupança) é o que proporciona a aquisição dos meios de produção voltados à inovação. (SCHUMPETER,1997).

Quando List (1983, p. 236) abordou o sistema pela ótica voltada à produtividade, ele resumiu essa visão da seguinte forma “quanto maior for a soma total do capital, tanto maior será a divisão de trabalho e, portanto, a capacidade de produzir”, favorecendo toda uma civilização, inclusive com a acumulação de capital.

Tal foco com a inovação contribuiu e trouxe relevância para uma abordagem sistêmica voltada às políticas que envolvem a interação e a difusão da inovação, sejam em ambientes nacionais ou locais, organizacionais ou institucionais. (OECD, 2005). Diante disso, Cassiolato e Lastres (2005, p.37) esclarecem que os “sistemas contêm não apenas as organizações diretamente voltadas ao desenvolvimento científico e tecnológico, mas também, e, principalmente, todas aquelas que direta ou indiretamente afetam as estratégias dos agentes”.

Conforme Fagerberg (2004), a inovação faz parte de um processo sistêmico que depende de fatores endógenos e exógenos, no qual se define sistema como “redes ou um conjunto de atividades (ou atores) que estão interligados, isso leva naturalmente a um foco sobre o funcionamento das ligações do sistema”. (FAGERBERG, 2004, p.9).

Quando Schumpeter (1997, p.82) expõe que o “dividendo nacional” só é possível com uma produção efetiva e acompanhada de novas combinações, já estava direcionando um olhar atento ao sistema de inovação.

Isso porque as novas combinações favorecem à existência de fatores, tais como: leis, regulamentos, regras e hábitos que dentro do sistema contribuem para geração de novas ideias e soluções de grande importância para inovação. (FAGERBERG, 2004)

Ao destacar a definição de sistema de inovação, “como um conjunto de instituições distintas que contribuem para o desenvolvimento da capacidade de inovação e aprendizado de um país, região, setor ou localidade – e também o afetam”. (CASSIOLATO & LASTRES, 2005, p.37). Os autores atentam para o desempenho inovativo, o qual advém de interações com vários tipos de cooperação entre instituições, organizações e agentes.

O pensamento no mesmo sentido foi exposto por Fagerberg (2004, p.9) quando infere que “a inovação é um fator explicativo poderoso por trás de diferenças de desempenho entre empresas, regiões e países”.

Para Johnson, Edquist e Lundvall (2003), a localização geográfica delimita o sistema de inovação em: nacional, regional e local. “Isto ressalta as especificidades nacionais, regionais e locais dos processos de geração, uso e difusão de inovações. (CASSIOLATO & LASTRES, 2007, p. 154)

Diante disso, a inovação passou a ser entendida com um processo sistêmico de aprendizagem, cumulativo e não linear, deixando de ser um ato isolado, sendo específico de sua localidade e dificilmente replicável. (CASSIOLATO & LASTRES, 2007).

Partindo dos avanços apresentados, é possível desenvolver o conceito de SNI, o qual inclui organizações e/ou países que buscam entender o papel da inovação e, desde que surgiu, na década de 1980, o sistema de inovação é utilizado por vários países como difusor de inovação e orientador de políticas públicas. (CASSIOLATO & LASTRES, 2007).

Sistema Nacional de Inovação (SNI) pode ser definido como uma rede de instituições públicas e privadas que interagem para promover o desenvolvimento científico e tecnológico de um País. Inclui empresas, dos mais variados tipos, associações empresariais, universidades, escolas técnicas, institutos de pesquisa, governo, agências de fomento e agências reguladoras, num esforço de geração, importação, modificação, adaptação e difusão de inovações tecnológicas. (STAL *et al*, 2006, p.19).

Neste sentido, Cassiolato e Lastres (2007) mencionam que tais sistemas consistem de vários outros elementos, tais como: formas de comportamento, normas, políticas, entre outras características, que surgem do contexto onde se localizam e não somente do desenvolvimento tecnológico ou científico, fortalecendo a ideia de interação, visto que os processos de inovação são gerados e mantidos entre as relações de agentes de fomento, empresas, organizações e instituições.

Segundo a OEDC (2005), o fato de existir a denominação SNI, é para facilitar o entendimento do conjunto de instituições com as suas devidas interações de conhecimento, propiciando pesquisa sobre inovação.

Todavia, cabe destacar que não existe um padrão detalhado sobre o SNI que garanta o mesmo resultado em regiões ou organizações distintas, em função das

diferenças culturais, territoriais, educacionais, entre outras, que podem influenciar nas características que compõem o sistema. (LUNDVALL & BORRÁS, 1997). Com isso, “reitera-se aqui a conclusão de que para explicar o desempenho econômico é necessário considerar as dimensões sociais, políticas e culturais específicas a cada realidade”. (CASSIOLATO & LASTRES, 2007, p. 156).

Desta forma, a essência evolucionária promove as mudanças que influenciam a capacidade produtiva das organizações, estas, por sua vez, buscam interagir-se a fim de atender às necessidades que venham surgir, formando assim uma rede de conhecimento, de tecnologia e de fonte de financiamento, fortalecendo o desenvolvimento econômico de onde ocorrem essas relações.

2.4 FONTES DE FINANCIAMENTO À INOVAÇÃO

As empresas, em algum momento de seu estágio de desenvolvimento, precisam encontrar fontes de financiamento para realizar seus projetos e expandir os negócios, para que haja crescimento é necessário montante de investimento que muitas vezes não está ao alcance do capital próprio, por isso é muito importante que elas escolham fontes adequadas de financiamento, com o propósito de reduzir os custos dos projetos e foco na competitividade, assinala Artem (2013).

Corder e Salles-Filho (2005) argumentam que países desenvolvidos possuem melhores condições para mobilizar capital, talvez com isso consigam investir com maior peso e frequência em inovação. De acordo com o Manual de Oslo – OECD (2005), esses recursos podem advir de capital próprio - recursos dos sócios -, mercado de capitais (ex: ações, debêntures, operações de *leasing* ou *factoring*) e fundos de investimentos, além de linhas de créditos tradicionais (ex: empréstimos bancários) ou específicas (ex: crédito rural, micro e pequenas empresas).

Outro elemento de análise se refere à lógica do investimento de capital, pela ótica tradicional, Corder e Salles-Filho (2006) ressaltam existir dificuldade em destinar recursos para a inovação em função de o risco ser elevado e o tempo de retorno ser de longo prazo. O sistema financeiro conta com o *Funding* - recurso

financeiro de longo prazo -, que provem da necessidade de canalização da poupança e *Finance* - recurso financeiro de curto prazo -, caracterizado por ser um fundo rotativo que não possui ligação com a poupança. (CORDER; SALLES-FILHO, 2006).

Schumpeter (1997) defende a necessidade de disponibilizar um financiamento voltado às novas combinações:

Pois é tão claro *a priori* como está estabelecido historicamente que o crédito é primariamente necessário às novas combinações e que é por estas que ele força seu caminho dentro do fluxo circular, de um lado, porque foi necessário originalmente para a fundação do que agora são as empresas antigas, e de outro, porque seu mecanismo, uma vez em funcionamento, também se apodera das combinações antigas por razões óbvias. (SCHUMPETER, 1997, p.80).

O sistema de crédito capitalista se desenvolveu - mesmo que de forma distinta entre os países - a partir do financiamento de novas combinações, e quando se indaga de onde surge o capital para que isso aconteça? “A resposta convencional é simples: vem do crescimento anual da poupança social mais aquela parte dos recursos que anualmente pode tornar-se livre”. (SCHUMPETER, 1997, p.81).

Para Corder e Salles-Filho (2005), na visão neoclássica, para que exista crédito se faz necessário ter poupança equivalente à propensão a investir por parte dos tomadores de recursos, conclui-se que, conforme os neoclássicos, só há investimento se houver poupança (renda acumulada). Contrapondo essa abordagem, os keynesianos afirmam não ser necessário haver reserva de poupança para prover o investimento, sendo que o crédito pode surgir da intenção das instituições financeiras em disponibilizá-los, ou seja, neste caso, a propensão para investir não depende da poupança. (CORDER; SALLES-FILHO, 2005). Em outras palavras, como expostos pelos autores, a decisão de investir costuma ser baseada na rentabilidade esperada, e não necessariamente no capital poupado.

A viabilidade dos investimentos pode ocorrer de duas maneiras, em mercado de capitais ou mercados de crédito, para quaisquer das formas que seja escolhida como fonte fornecedora de recursos, o investidor faz prévia análise de custos e prazos, *versus* retorno esperado. (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008).

Os investidores podem optar por fonte de financiamento disponibilizada no mercado de capitais, por meio de emissão de papéis, ou a partir do mercado de

crédito, buscando junto aos bancos comerciais ou às autoridades monetárias os recursos necessários, neste caso, deve-se atentar às taxas de juros praticadas. (LEMES JR., CHEROBIM & RIGO, 2010; LUNA *et al.*, 2008; CORDER; SALLES-FILHO, 2006).

O mercado financeiro tem como característica a presença de agentes tomadores e aplicadores de moeda, assim, conhecer todo esse mercado é importante na tomada de decisão, principalmente no momento de investir. A análise deverá ser detalhada no que se refere à liquidez, ao vencimento e ao mercado específico que esses ativos são negociados, até porque, ao adquirir um ativo, o que está em jogo é o direito de manter ou ampliar uma riqueza financeira, porém, não se têm garantias de que isso irá ocorrer. (LEMES JR.; CHEROBIM; RIGO, 2010).

Um exemplo disso são os investidores institucionais, que podem ser fundos de pensão, sociedades seguradoras, entidades de previdência privada, sociedades de capitalização e clubes de investimento em ações. (CORDER; SALLES-FILHO, 2006). São organizações que atuam como intermediários financeiros, possibilitando o encontro entre recursos captados e emprestados, gerenciando os recursos obtidos com intuito de pulverizar os aportes para os investimentos específicos. (CORDER; SALLES-FILHO, 2006).

A maior problemática do financiamento à inovação é justamente a contradição entre as exigências dos agentes financeiros por garantias onerosas e a inexistência delas em muitos casos de projetos inovadores. (CORDER; SALLES-FILHO, 2006). Isso afeta diretamente as empresas nascentes e/ou inovadoras, que por não disporem de garantias e nem *spread* suficiente, acabam sendo prejudicadas, quanto à disponibilidade de recursos para financiar seus projetos ligados à inovação. Enquanto isso, os grandes conglomerados empresariais têm capacidade patrimonial e financeira para barganhar recursos junto aos agentes financeiros.

No caso do Brasil, a situação é mais problemática, pois o mercado de capitais ainda é fraco, a cultura do investidor brasileiro tem perfil predominantemente conservador. Assim sendo, os empresários ficam na expectativa da disponibilidade de recursos públicos; por exemplo, disponibilizados pelo BNDES e pela Finep - com linhas específicas de financiamento. (LUNA; MOREIRA; GONÇALVES, 2008).

Outra opção de captação de recursos é integrar uma carteira dos fundos de capital de risco. O empresário que necessita investir em inovação pode obter o

capital necessário nesses fundos e, posteriormente, dividir a rentabilidade com os cotistas.

Uma forma de aporte para investimentos em inovação é a de capital de risco. Como vimos, umas das causas da escassez de recursos para a inovação é a assimetria de informação entre empreendedores e investidores, o que aumenta o prêmio de risco. A participação de investidores na gestão do projeto é um dos modos de diminuir o risco, tanto financeiro quanto tecnológico. (LUNA *et al.*, 2008, p.234)

Alguns entraves macroeconômicos ligados às políticas monetária e fiscal dificultam o investimento mais arriscado; por exemplo, o fato de o governo captar recursos para o tesouro nacional por meio da emissão de títulos públicos com taxas de juros atraentes. (CORDER; SALLES-FILHO, 2006).

Dessa maneira, segundo Artem (2013), as fontes externas de financiamento se tornam limitadas às empresas que necessitam expandir seus negócios, à medida que as políticas públicas desfavorecem esse tipo de financiamento.

2.5 CAPITAL DE RISCO

De acordo com Gomper (1994), o modelo atual de capital de risco surgiu no final do século XIX e início do século XX, quando as famílias ricas dos Estados Unidos começaram a procurar novas formas de investimentos que lhes oferecessem bons retornos, diante disso, passaram a investir em empreendimentos de alta tecnologia.

Kortum e Lerner (2000, p.676) definem capital de risco como “investimento ligado a jovens empresas privadas, onde o investidor é um intermediário financeiro que normalmente é um diretor ativo, um assessor, ou até mesmo um gerente da empresa”. Ou seja, um empreendedor tem uma ideia, porém não possui capital suficiente para concretizá-la, ou ainda precisa expandir seus negócios, sendo assim o capital de risco é uma opção viável.

Um dos fatores considerados relevantes para o surgimento da inovação é o capital de risco (OECD, 2005), mas há que se ressaltar que, segundo Melo (2009),

há algumas opções viáveis de financiamento à inovação, as quais incluem, por exemplo, emitir ações e títulos financeiros ou recorrer a empréstimos bancários.

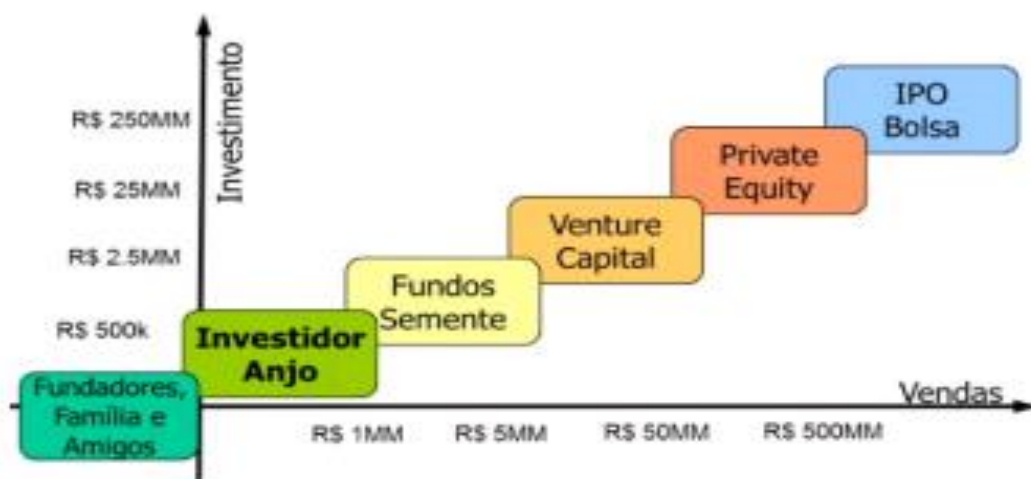
As empresas que possuem perfil para essas fontes de financiamento são aquelas já consolidadas no mercado e interessadas em expandir seus negócios, o que, para Ramalho (2010), difere da realidade das empresas novas de base tecnológica, isso porque, empreendedores que possuem um projeto ou protótipo inovador (*start-ups*), uma vez que não apresentam um histórico financeiro ou garantias suficientes para obter recursos visando à concretização de suas ideias, possuem poucas opções de financiamento em relação às empresas já estabelecidas no mercado.

Por outro lado, apesar da maior aversão aos recursos oriundos de fontes menos tradicionais, Meireles, Pimenta-Júnior e Rebelatto (2008) inferem que o capital de risco é atraente por ser um financiamento de longo prazo e que não exige garantias reais, tampouco retribuições em forma juros pela utilização do capital.

O capital de risco é um tipo de financiamento que possui quatro modalidades principais dentro da sua estrutura: Investimento anjo, *seed capital*, o também chamado *venture capital* e o *private equity*.

Existem diversas modalidades de capitais de risco, normalmente classificadas conforme a fase de desenvolvimento da empresa. A figura 3 auxilia na compreensão de suas etapas.

Figura 3: Modalidades de capital de risco



Fonte: Spina (2013)

No Brasil, conforme Spina (2013), os investidores anjos costumam investir até R\$ 400 mil individualmente e, no caso das redes ou fundos informais, esses grupos chegam a investir R\$ 1 milhão.

A partir dessa tipologia, é possível apontar que a participação do capital de risco eleva-se a patamares consideráveis na configuração empresarial-empreendedora, o que os caracterizam nas fases iniciais das empresas (*Angel Capital* e *Seed Capital*) como ofertantes de aportes de menor valor, enquanto aqueles voltados para as empresas já consolidadas (*Venture Capital* e *Private Equity*) que buscam, principalmente, a abertura de capital em bolsa de valores (IPO), persistindo a diferença entre tais tipos de capital de risco pelo porte da empresa, pela maturação, pelo faturamento e, até mesmo, pela proximidade com o investidor, como é o caso do *Angel Capital* ou investimento anjo.

Tendo como base os fatores destacados, é pertinente ressaltar que o capital de risco é um instrumento de desenvolvimento econômico que impulsiona a inovação e a competitividade. (CHEROBIM *et al.*, 2011). E, no caso do investimento anjo, não é diferente, até mesmo por ser uma modalidade de capital de risco, que também estimula as atividades inovadoras e que eleva o nível de capacidade das empresas para o desenvolvimento.

A “Anjos do Brasil”, organização sem fins lucrativos, que trabalha com a intermediação entre empreendedores e investidores anjos, sugere que o empreendedor, ao buscar recursos, deve sempre se atentar para uma análise minuciosa. Isso faz com que as necessidades da empresa sejam atendidas com financiamento mais apropriado para o negócio, bem como considerar as variáveis que influenciam na oferta de crédito, podendo assim optar por capital de risco.

2.5.1 Modalidades de Capital de Risco

Cada modalidade de capital de risco é voltada para um estágio de maturação das empresas investidas, que normalmente são diferenciadas pelo nível de consolidação no mercado. Empresas consolidadas tendem a receber aportes de recursos de fundos de *venture capital* ou *private equity*, uma vez que elas oferecem ao investidor um histórico de faturamento e nível de maturidade maior. Já aquelas que se encontram em estágio inicial usualmente recebem aportes de recursos do *angel capital* ou *seed capital*. Estas empresas não possuem um histórico de faturamento por estarem em fase de criação ou estruturação de um projeto.

a) “Angel Capital” ou Investimento Anjo

É uma modalidade de investimento voltada para as empresas iniciantes, sendo que os aportes são realizados por indivíduos ricos, em sua maioria, são ou foram empresários de sucesso, oferecendo além do capital, conhecimento estratégico e *network* para as empresas aportadas, atuando como capitalistas de risco informais. (RAMADANI, 2009; DEGENNARO, 2010; DEGENNARO, DWYER, 2013).

Segundo a “Anjos do Brasil”, os investidores anjos procuram empresas, ou melhor, empreendedores que possuam uma ideia embrionária – protótipo -, na maioria das vezes *startups* (empresas nascentes).

Para o CRIATEC (2013a), que é um fundo de investimento de capital semente, o investidor anjo é aquele que financia o desenvolvimento de uma ideia inovadora exposta por um empreendedor. Ainda, a “Anjos do Brasil” explica que investimento anjo em uma empresa é normalmente feito por um grupo de 2 a 5 investidores, com isso esses investidores passam a formar uma rede com a finalidade de diluir os riscos e dividir o tempo dedicado ao projeto.

b) *Seed Capital*

O *seed capital* é voltado para empresas que procuram se estabelecer no mercado ou expandir seus negócios, que, geralmente, são organizações que ainda não possuem faturamento, as quais estão tentando se firmar no mercado, mas ainda em estágio incipiente. Segundo o CRIATEC (2013a), os aportes são destinados a empresas emergentes inovadoras ou em estágio inicial, mas com perfil inovador.

c) *Venture Capital*

É importante esclarecer que *venture capital*, além de dar nome a uma fonte de financiamento, é também classificado como uma modalidade de capital risco, ou seja, o capital de risco é um tipo de financiamento que possui quatro modalidades dentro da sua estrutura: Investimento anjo, *seed capital*, o também chamado *venture capital* e o *private equity*.

Os investidores dos fundos de *venture capital* investem em empresas que buscam acelerar o crescimento, que já possuem certa estabilidade no mercado e que sejam propensas a abrir capital na bolsa de valores ou fazer fusões.

Conforme Meireles *et al.*(2008), os fundos de capital de risco não se limitam apenas a modalidade *venture capital*, são segmentos do mercado financeiro que aportam temporariamente capital a empresas com potencial de crescimento e

expectativa de valorização, oferecendo aos investidores uma participação na empresa na qual foi investida.

d) *Private Equity*

Os fundos de PE destinam-se a empresas de grande porte e consolidadas no mercado, as quais necessitam de recursos para efetivarem fusões ou até mesmo, se forem de capital fechado, para abrirem seus capitais (IPO). Conforme o CRIATEC (2013b), as empresas aportadas por PE costumam faturar suas dezenas ou até centenas de milhões de reais.

O *Seed capital* e VC/PE, no Brasil, possuem uma associação que busca fomentar e difundir a cultura do capital de risco, que é denominada de ABVcap. Esta, por sua vez, é caracterizada por ser uma entidade sem fins lucrativos, encontrando-se em plena atividade desde o ano 2000, a qual visa ao desenvolvimento da atividade de investimento de longo prazo no país, abrangendo as modalidades abarcadas pelos conceitos de *private equity*, *venture* e *seed capital*.

2.5.2. Desinvestimento ou Saída

O investidor de capital de risco só conseguirá obter retorno sobre a empresa investida caso, no momento de sua saída, ela esteja se valorizado (Meirelles; Pimenta Júnior e Rebelatto, 2008), o que consequentemente fará com que o investidor consiga repor o valor investido e ainda lucrar com uma possível venda de sua participação.

Esse desinvestimento, também conhecido como saída, geralmente ocorrerá em um período de 4 a 8 anos, segundo o CRIATEC (2013b). Decorrido esse lapso temporal, incidirá a venda da participação aos seus antigos titulares, tanto de forma espontânea como pré-negociada. Ou ainda, a venda da participação a terceiros

pode se dar a investidores tradicionais como a outros investidores detentores de capital de risco, inclusive podendo realizar a venda diretamente ao mercado da bolsa de valores.

2.6 INVESTIMENTO ANJO

O Investimento anjo é uma importante fonte de financiamento para empresas jovens que não possuem garantias suficientes para atrair os fundos formais. (RAMADANI, 2009).

Ao explorar como está se desenvolvendo o investimento anjo ao nível global, percebe-se que essa modalidade de investimento está bem amadurecida nos EUA e na Europa, enquanto que no Brasil ainda caminha-se a passos incipientes.

2.6.1 Investimento Anjo no mundo

Conforme Gompers (1994), o investimento anjo é uma modalidade informal de capital de risco, o qual é composto por um grupo de indivíduos ricos, tais como: advogados, empresários, médicos e entre outros, dispostos a financiar uma nova empresa, ressaltando ainda que o capitalista de risco obtém uma participação na empresa. Tais investidores podem realizar o investimento individualmente ou formar grupos de outros “anjos” com o propósito de reduzir riscos e custos de transações inerentes às negociações, tendo a possibilidade de investir em outras empresas, o que aumenta as chances de rentabilidade. (GREGSON, MANN & HARRISON, 2013).

Segundo estudos realizados por Manson e Harrison (2002), que abordaram investidores anjos na União Europeia, os autores constataram que eles, em sua grande maioria, são pessoas físicas e investem de preferência em fases iniciais de

empresa ou em *start-ups*, sendo que preferem investir em empresas de bases tecnologias e/ou que sejam próximas ao seu local de residência.

Para Johnson e Sohl (2012 p. 28), “essa fase inicial de investimentos é susceptível a ter uma grande influência não só sobre o sucesso da empresa, mas também sobre a sua gestão, governança e operações”.

Nesse tipo de investimento, o investidor tem conhecimento empírico agregado, haja vista que, na maioria das vezes, é ou fora um empreendedor e, conforme Mason e Harrison (2002), ainda tem como característica predominante a proximidade física com o investido, o que permite oferecer além do capital, tempo, experiência de gestão e *network*, que geralmente o empreendedor ainda não o dispõe. Assim sendo, Aernoudt (1999, p.188) resume os benefícios da proximidade e do tempo disponibilizado pelo investidor anjo, “esse tempo permite aconselhamento e orientação a ser dada aos jovens empresários, tanto em aspectos técnicos como gerenciais na gestão da empresa”.

Conforme Morrissette (2007), grande parte dos investidores anjos nos EUA são homens, com nível educacional superior, bem-sucedidos, entre 35 e 65 anos de idade e à procura de *start-ups*.

Wiltbank, Read, Dew e Sarasvathy (2009) analisaram 414 saídas, observando que 20% dos investimentos foram bem sucedidos, para os quais as taxas de retorno ultrapassaram 100%. Mason e Harrison (2002) apontam, em seus estudos, que os investidores anjos buscam, em média, retorno de 25% sobre o capital investido, levando em consideração até o momento da saída, sendo que o prazo ideal para ocorrência dos desinvestimentos é no máximo cinco anos após o aporte realizado. (KERR, LERNER & SCHOAR, 2014).

Assinala Aernoudt (1999) para o fato de que, apesar de o investidor anjo ser movido pelo desejo de orientar e fazer parte de um projeto desafiante, no qual suas escolhas são mais subjetivas do que racionais, é importante deixar claro que o investidor anjo não é um filantropo, uma vez que almeja rentabilidade em relação ao capital investido.

Para Mason e Harrison (2002), o investidor anjo busca uma satisfação pessoal ou até mesmo uma diversão ao realizar seus investimentos, vez que o simples desejo de apoiar uma nova geração de empreendedores, com perspectiva de que esses novos negócios alcancem o sucesso, já é um fator motivador, além do

mais, ver seu conhecimento ser aplicado aos empreendimentos, já que, geralmente, o investidor anjo detém uma gama de experiência adquirida em anos de atividades.

Os autores citados discorrem que, em média, o investidor anjo dedica seis dias ao mês à empresa investida, sem contar que o investidor pode ter mais de uma empresa em seu portfólio e, em muitos casos, possui outras atividades empresariais.

O processo de tomada de decisão é dividido em três fases, segundo Mason e Rogers (1997) e Feeney *et al*, 1999 (*apud* Mason e Harrison, 2002): a triagem, a avaliação e a negociação. E, conforme Mason e Harrison (2002), o peso maior colocado pelos investidores, antes e durante essas etapas, está relacionado à informação, ou seja, se o investidor não conhece o mínimo suficiente sobre o tipo de negócio que se pretende investir, a sua capacidade de aportar se torna limitada.

Observa um crescimento significativo de investidores anjos que estão optando por realizar investimentos por intermédio de grupos, ou seja, pelas chamadas redes, sendo que os investidores participantes das redes passam a dividir trabalho, tempo e recursos financeiros, além da diversificação da carteira, as redes de investidores agregam um conjunto de habilidades pessoais e profissionais dos investidores anjos. (DEGGENARO, 2010).

Eles (anjos) reúnem seu capital, experiência e conhecimento, a fim de compartilhar o risco e investir em maiores e melhores ofertas. Redes de investidores anjos representam organizações, cujo objetivo inicial é conectar os proprietários de pequenas e médias empresas com negócios anjos. (RAMADANI, p.256, 2009).

É estimado que o mercado de investimento anjo no mundo chega a movimentar 11 vezes mais capital quando comparado a todas as outras modalidades de risco juntas (BRUSH, EDELMAN & MANOLOVA, 2012).

Para Sohl (1999), os investidores anjos são tradicionalmente a fonte de financiamento para empresas iniciais ou *start-ups*, que buscam criar um protótipo e/ou provar um conceito antes de entrarem em operação, ressaltando que, pela dinamicidade desses negócios, isso não o torna uma regra, pois se essas empresas estiverem bem desenvolvidas, maiores serão os atrativos a serem apresentados aos potenciais investidores.

2.6.2 Investimento Anjo no Brasil

No Brasil, dados publicados em 2014 - pela “Anjos do Brasil” - revelaram que existem atualmente 7.060 investidores anjos, os quais mantêm um padrão similar à do norte americano e à do europeu, sendo formados, em sua maioria, por homens com idade entre 25 e 67 anos, apurado número mediano de 43 anos, e que buscam *start-ups* na área de TI e de aplicativos.

Uma estrutura bem sustentada de capital de risco, conforme (Baêta, Baêta-Lara e Melo, 2006, p.2), “amplia o fomento ao empreendedorismo, incentiva o surgimento de novas empresas e o desenvolvimento tecnológico interno, concorre para a retenção dos talentos no país e cria novos empregos”.

Na pesquisa divulgada pela “Anjos do Brasil” foram contemplados 7.060 investidores espalhados em nove Estados e no Distrito Federal, a saber: RS, SP, MG, MS, CE, SE, AL, PR e SC, por intermédio desse levantamento verificaram-se que as áreas de maior interesse dos investidores são:

Tabela 1: Áreas de Interesses

2013/14		
Posição	Áreas de interesse	Porcentagem
1	TI	60%
2	Mobile	56%
3	Educação	54%
4	Saúde/Biotecnologia	48%
5	E-commerce	40%
6	Entretenimento	21%
7	Outros setores	11%

Fonte: Adaptado de Anjos do Brasil (2014)

Conforme retrato demonstrado por esse levantamento, o investidor anjo brasileiro investe, na média, em dois projetos, sendo que os valores aproximados de seus aportes giram em torno de R\$ 97.500, além disso, esses investidores contribuem com 16,4% de seu tempo para as *startups* investidas. Entre julho de 2013 e junho de 2014, foram investidos 688 milhões de reais, totalizando um crescimento de 11% em relação ao ano anterior.

Na III Conferência Nacional, organizada pela Anjos do Brasil no mês de novembro de 2014, foram expostos quais seriam os estímulos necessários e impulsionadores para que os investidores anjos investissem mais vezes, além de cenários favoráveis a fim de que ocorram maiores adesões de novos investidores, chegando, por conseguinte, a alguns indicativos que serão pontuados a seguir: i) proteção legal; ii) equiparação de incentivos tributários; iii) estímulos para a criação de liquidez/saída; e iv) possibilitar compensação integral de perdas. Com tais medidas, acredita-se que maior número de investidores tenderia a realizar aportes de investimentos anjos, cabendo ressaltar que a implementação dessas medidas poderia contribuir para a redução da aversão ao risco.

É importante salientar que os investidores anjos não buscam investir apenas em segmentos tecnológicos, porém, estes são nichos da economia que mais fornecem produtos inovadores e de alto impacto, com probabilidade de rápida ascensão e possibilidade dos investidores auferirem maior retorno financeiro.

2.6.3 Investimento Anjo e suas contribuições

Na pesquisa concluída por DeGennaro e Dywer (2013), a partir de uma amostra de 588 aportes realizados por grupos de investidores anjos, foi possível calcular o retorno esperado dos investimentos por intermédio de 417 saídas concretizadas até o ano de 2007, estimando uma taxa média de retorno de 70% a.a em excesso, livre da taxa de risco.

E, ao analisar dados divulgados pelo *Angel Investors Performance Project* (AIPP), os autores averiguaram que mais de 13% dos investimentos anjos resultaram em IPO's, importando ressaltar que o retorno médio das empresas que abrem capital ou são vendidas tendem ser maiores, ficando em torno de 94% ao ano. O projeto AIPP foi desenvolvido com informações oriundas de 539 investidores anjos norte-americanos, sendo que tais são membros de oitenta e seis grupos de investidores anjos e que tinham realizado 1.137 saídas.

DeGennaro e Dwyer (2013) comprovaram também que quase metade dos aportes foi direcionada a *startups* e mais de 75% dos investidores anjos acompanham o desenvolvimento das empresas aportadas, inclusive com visitas

constantes, o que suporta uma das características fundamentais do investidor anjo que é a proximidade com as investidas.

Segundo DeGennaro e Dwyer (2013), o investimento anjo subsidia as outras modalidades de capital de risco, na forma de redução do risco, visto que o investimento anjo trabalha com a fase mais crítica e incerta de uma empresa.

Burke, Stel, Hartog e Ichou (2014, p. 468) mencionam que investidores anjos e empreendedores “encontram um efeito interativo virtuoso onde a demanda por financiamento de investimento informal por empresários tende a gerar o seu próprio abastecimento”.

Para Zachary e Mishra (2013, p. 166), “o que acontece a seguir pode ser a garantia de um segundo ciclo de investimento caso necessitem”, ou seja, o investimento anjo tem um papel central nos primeiros estágios do empreendedorismo, é visto com um marco para uma *startup*, preparando-a para futuras rodadas de financiamento externo.

Wallnofer e Hacklin (2013) ainda vão mais longe quando atribuem ao investidor anjo a responsabilidade *due diligence*, ou seja, ser o primeiro avaliador que os empreendedores se deparam, pois o “*angel*” é o público crítico que vai cobrar e questionar o modelo de negócios da *startup*.

Portanto, o investimento anjo “é sem dúvida o tipo mais importante de financiamento de risco, uma vez que está focado na fase arranque de uma *startup* e se aventura onde as restrições de financiamento são mais agudas”. (BURKE, STEL, HARTOG, ICHOU; 2014, p. 467).

A maioria dos estudos sobre a *business angel* aponta e destaca a importância do crescimento do investimento anjo. (MASON & HARRISON, 2002; WILTBANK, 2005; RAMADANI, 2009; WILTBANK *et al.*, 2009; JOHNSON & SOHL, 2012; BURKE *et al.*, 2014; CHEMMANUR & FULGHIERI, 2014).

De acordo com os autores, quanto mais amadurecida e desenvolvida a ideia de investimento anjo, poderá interferir diretamente nas condições enumeradas a seguir:

- Contribuir economicamente para o empreendedorismo;
- Motivar jovens empreendedores;
- Aumentar as chances de sobrevivência de empresas iniciantes e *startups*;

- Proporcionar novos ciclos de financiamentos para as empresas aportadas por eles;
- Avaliar o modelo de negócio ao prospectar seus investimentos (*Due diligence*);
- Colaborar com o aprendizado e desenvolvimento dos novos empreendedores;
- Sustentar a base da pirâmide dos investimentos de risco; e
- Alimentar um ciclo virtuoso dentro do ecossistema empreendedor.

Quando as empresas que receberam investimento anjo são comparadas àquelas que não a receberam, pode-se observar que os negócios aportados por *angels* aumentam suas chances de sobrevivência, entre 20 e 25%, nos primeiros quatro anos de sua existência, ainda são maiores, entre 9% e 11%, as probabilidades de alcançarem uma saída bem sucedida. (KERR, LERNER & SCHOAR, 2014).

Para Lindgaard Christensen (2011), além dos benefícios econômicos diretos e indiretos, o investimento anjo possui a capacidade de propagar a inovação, impactando positivamente na geração de empregos e de novas tecnologias em regiões onde há maior concentração de *business angel*.

2.7 ESTADO DA ARTE DAS PESQUISAS SOBRE INVESTIMENTO ANJO

Visando explorar como e onde estão sendo realizados os estudos acadêmicos sobre investimento anjo, também denominado em outros países como “*angel capital*” e “*business angel*”, optou-se por realizar um levantamento bibliométrico.

A primeira fase do levantamento foi realizada entre os meses de maio e junho de 2014, conforme descrição a seguir: buscaram-se nas bases de dados de pesquisa *ebsco host* o termo “*angel capital*”, com o corte temporal dos últimos cinco anos, obtendo-se um baixo retorno de periódicos. Sendo assim, sugerido pela própria base de dados no ícone *thesaurus*, foram explorados os termos “*business angel*” e “*angel investor*”, resultando em um melhor retorno de periódicos.

Tabela 2: Levantamento Ebsco

Ebsco	Retorno
"Angel Capital" ou "Angel Investor" ou "Business angel"	
Total	108

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Em seguida foi realizada a mesma busca no portal de periódicos Capes, em relação aos seguintes termos: *"angel capital"*, *"business angel"*, e *"angel investor"*.

Tabela 3: Levantamento Portal Capes

Portal Capes	Retorno
"Angel Capital"	19
"Angel Investor"	83
"Business angel"	86
Total	188

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Os resultados encontrados, tanto no *Ebsco host* quanto no portal de periódico Capes, foram exportados e salvos no *endnote web*, dentro do próprio banco de dados, e que foi criado pela pesquisadora, por conseguinte, eliminaram-se os artigos que se repetiam nas bases do *Ebsco* e no portal de periódicos Capes, o que resultou na exclusão de 56 artigos selecionados, tendo em vista que estavam duplicados.

A fim de encontrar publicações sobre investimento anjo em revistas brasileiras, verificaram-se, além dos termos já citados, outros escritos na língua portuguesa, como: "capital anjo" e "investimento anjo".

As revistas pesquisadas foram selecionadas por sua classificação, sendo qualis A2 e área de avaliação: administração, ciências contábeis e turismo. No entanto, não houve retorno nas revistas selecionadas RAC, RAE, RAUSP e RBE, o que justifica a lacuna sobre o tema no país.

Posteriormente, partiu-se para a segunda fase do levantamento, excluindo, dentre os 240 artigos, por meio da leitura do título, os assuntos incompatíveis com a proposta da pesquisa. Após leitura do título, foram retirados 124 artigos do levantamento, permanecendo 116.

Ao ser realizada a leitura dos títulos, separaram-se 57 artigos para a leitura dos resumos, pois eles ainda não deixavam claro em seus títulos a compatibilidade com o tema de pesquisa, sendo que o restante - 59 artigos – foi mantido no levantamento para a sua leitura integral, objetivando a extração de informações e conceitos pertinentes ao tema desta dissertação.

Concluída a leitura dos 57 resumos, dentre estes, foram selecionados oito artigos para a leitura integral, perfazendo 67 artigos.

Tabela 4: Levantamento Bibliométrico

BIBLIOMÉTRICO	ENCONTRADOS	RETIRADOS
<i>Ebsco host</i>	108	
Portal de periódicos Capes	188	
Revistas brasileiras	0	
Excluídos por duplicação		-56
Excluídos na leitura do título		-124
Excluídos na leitura do resumo		-49
ARTIGOS SELECIONADOS		67

Fonte: Elaborado pela a autora (2014)

A etapa final do levantamento contemplou a união de informações dos 67 artigos selecionados, donde se extraíram os principais autores que publicaram sobre investimento anjo nos últimos cinco anos.

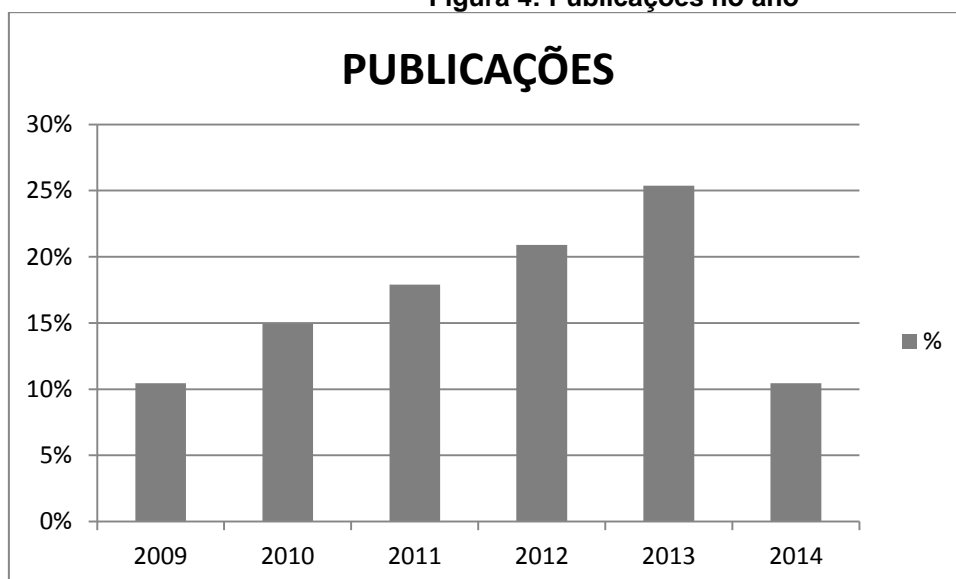
Tabela 5: Levantamento publicações por autor

MAIS DE UMA PUBLICAÇÃO POR AUTOR	
AUTOR	Nº PUBLICAÇÕES
Becker - Blease, John R.	2
Burke, Andrew	2
Collewaert, Veroniek	2
Degennaro; Dwyer	2
Festel, Gunter	3
Harrison, Richard	2
Johnson, William C.	2
Lahti, Tom	3
Macht, Stephanie A.	2
Mitteness, Cheryl	2
Scheela, William	2
Wallnöfer, Maria	2
Wiltbank, Robert	2

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Observou-se que, nos anos de 2012 e 2013, houve uma contribuição maior de publicações quando comparados aos três anos anteriores, uma observação importante, no que se refere ao ano de 2014, é que as publicações encontradas são apenas do primeiro semestre/14.

Figura 4: Publicações no ano

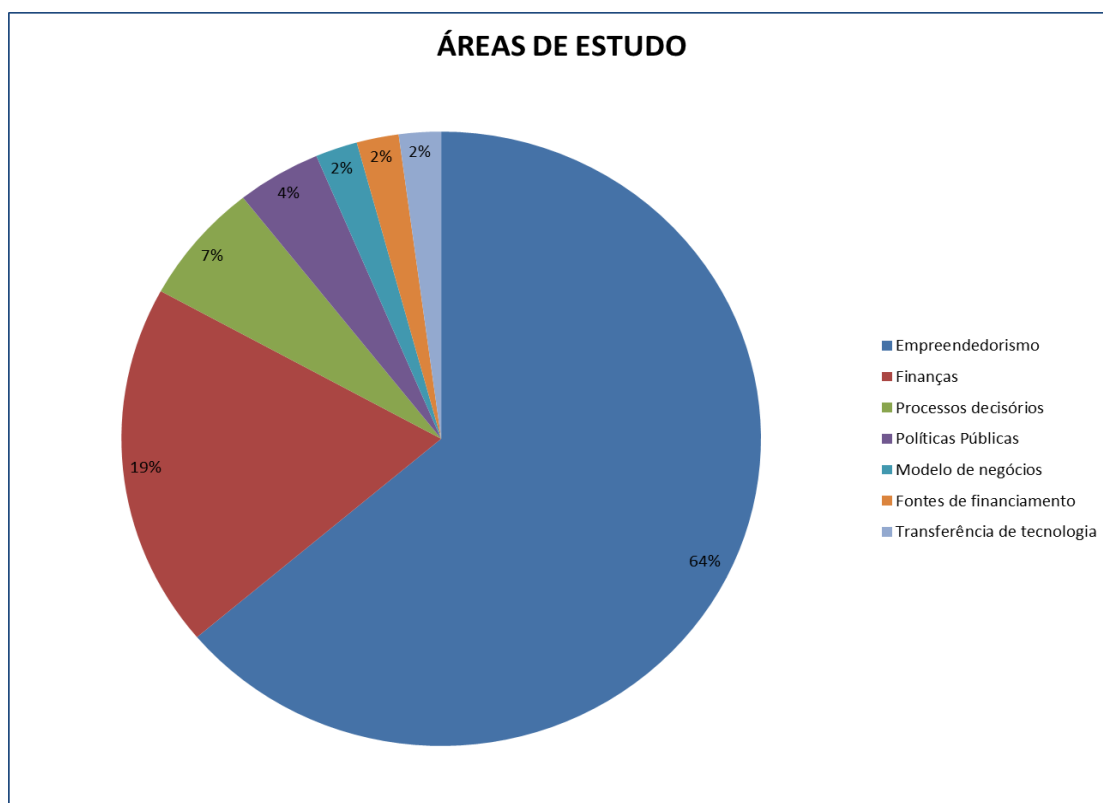


Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Dentre os 67 textos selecionados para a leitura integral, sete foram excluídos do estudo em virtude de seus acessos estarem suspensos por motivos de

embargos, três textos encontram-se “*no full text*” nas bases de dados pesquisadas, sendo que um dos textos era um artigo jornalístico, e detectaram-se mais nove duplicações. Portanto, restaram 47 artigos lidos integralmente, a partir disso foi possível mapear as publicações atinentes a investimento anjo no mundo.

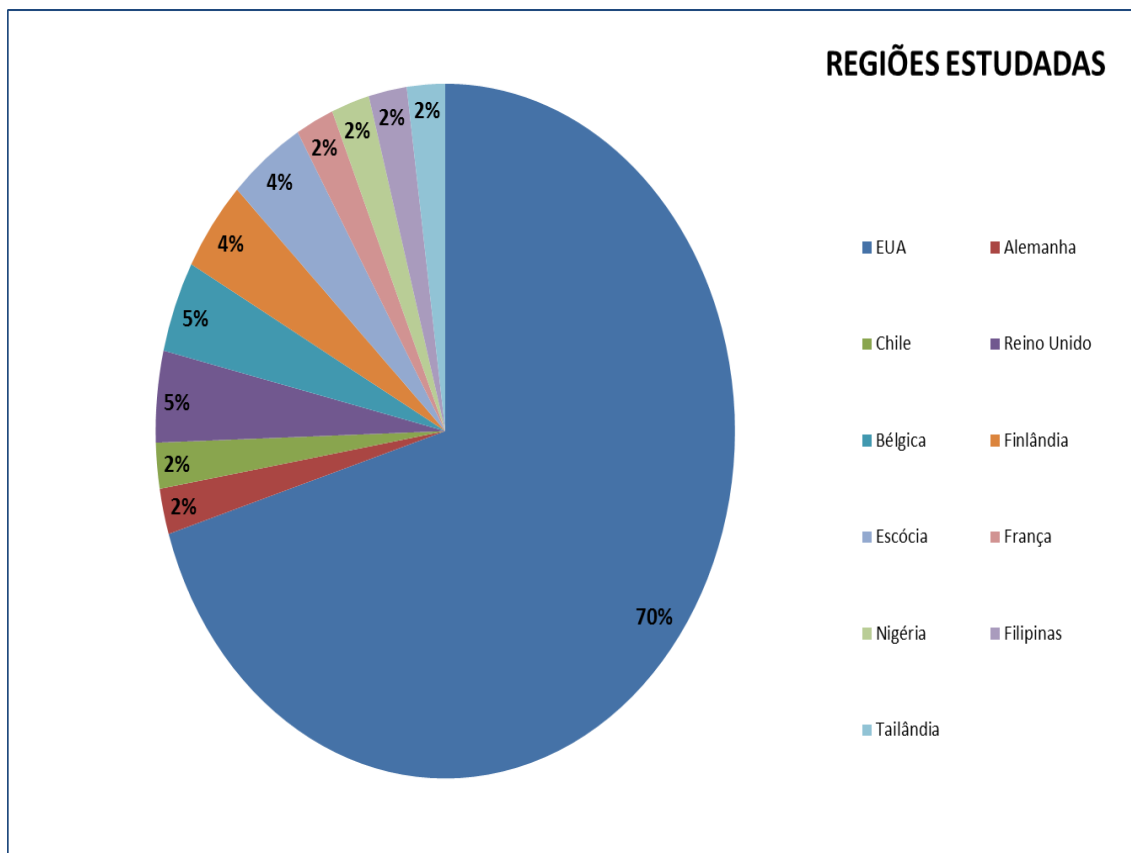
Figura 5: Publicações por área



Fonte: Elaborado pela autora (2014)

A área relacionada aos temas de empreendedorismo aparece em maior número nos artigos levantados (FIGURA 5), levando em consideração os últimos cinco anos. Tal fato pode ser justificado, segundo (Ramadani, 2009; Wong, Bhatia e Freeman, 2009; Burke *et al.*, 2010; Collewaert, 2012), por haver um interesse da academia em desenvolver estudos que possam contribuir para a interação dos empreendedores, não somente por meio de conceitos, mas por processos de financiamentos que envolvem capital de terceiros, objetivando, dessa forma, divulgar os perfis das empresas que os investidores buscam investir.

Figura 6: Regiões estudadas



Fonte: Elaborado pela autora (2014)

É importante salientar que os primeiros estudos relacionados a investimento anjo iniciaram-se nos EUA (Mason e Harrison, 2002; Wiltbank 2005; Morrissette, 2007; Harrison, Mason, Robson, 2010), sendo que um dos principais motivos para o pioneirismo e maior concentração dos estudos (FIGURA 6) ligados a investimento informal é o fato de existir nos EUA um mercado atuante e maduro.

2.8 TOMADA DE DECISÃO DOS INVESTIDORES ANJOS

Para Mason e Harrison (2002), devido à escassez de informações sobre as características das empresas buscadas por investidores, sobrepõe a importância da realização de estudos abrangentes sobre esse processo, motivando os autores a realizar uma pesquisa com um número significativo de investidores anjos, e que

disso resultou na obtenção de listagem de atributos essenciais considerados pelos entrevistados, conforme rol a seguir:

- Credibilidade da equipe e/ou empreendedor;
- Valor do aporte necessário;
- Localização de negócio;
- Recomendação de fonte confiável;
- Perspectiva de retorno elevado;
- Sentimento Intuição / instinto;
- Disponibilidade de *smart money*;
- Apresentação do projeto pelo empreendedor;
- Consulta a partir de um grupo de investidores anjos;
- Diversificação da carteira de investimento anjo;
- Projetos inovadores e;
- Oportunidade para se relacionar com outros investidores.

Para Brush, Eldeman e Manolova (2012), o processo decisório de um investidor anjo é composto por critérios específicos dessa modalidade investimento, tais como: características financeiras e comportamentais da equipe, a maturidade e desenvolvimento da empresa, ressaltando que são características formadas por aspectos tangíveis (objetivos) e intangíveis (subjetivos), para melhor compreensão dos atributos apontados por Mason e Harrison, agruparam-se eles entre tangíveis e intangíveis.

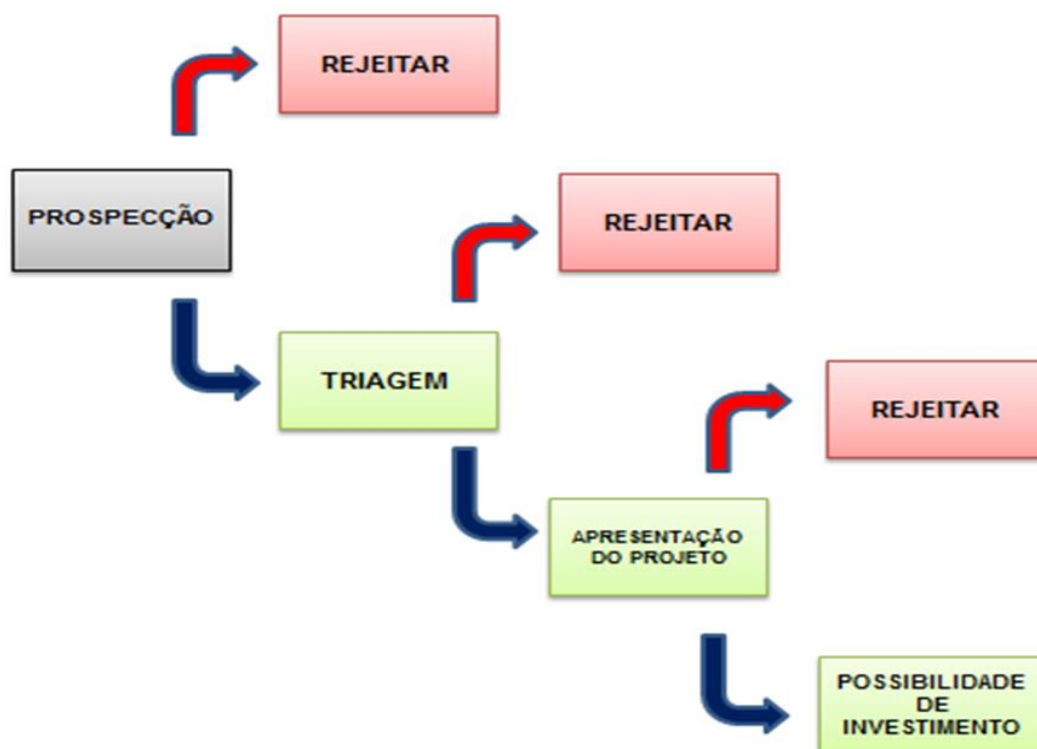
Quadro 2: Atributos tangíveis e Intangíveis

ATRIBUTOS	ASPECTOS
Valor do aporte necessário	Tangível
Localização de negócio	Tangível
Perspectiva de retorno elevado	Tangível
Apresentação do projeto pelo empreendedor	Tangível
Diversificação da carteira	Tangível
Projetos Inovadores	Tangível
Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	Intangível
Recomendação de fonte confiável	Intangível
Sentimento Intuição / instinto	Intangível
Disponibilidade de <i>smart money</i>	Intangível
Consulta a partir de um grupo de investidores anjos	Intangível
<i>Network</i> com outros investidores	Intangível

Fonte: Adaptado de Mason e Harrison (2002)

Assinala (Kerr, Lerner e Schoar, 2014) que os investidores anjos individuais não seguem um padrão de regras, ou seja, não há uma preocupação com formalização de processo, etapas ou critérios, estipulando uma linha de corte, enquanto que nas redes de investidores anjos esse tipo de preocupação é mais comum na medida em que os grupos se tornam mais numerosos e adquirem um formato similar aos dos fundos de investimento.

Figura 7: Processo de decisão do investidor anjo



Fonte: Adaptado de Brush, Eldeman e Manolova (2012)

Segundo Brush, Eldeman e Manolova (2012), a percepção de prontidão do investidor anjo pode ser em muitas situações divergentes daquela do empreendedor, ou seja, um empreendedor julga que sua empresa realmente necessita de investimento externo, a qual está preparada para as exigências dos investidores e até mesmo do mercado, entretanto, quando um potencial investidor, no momento de sua prospecção, avalia que a empresa não está apta ainda a receber o investimento, as percepções do empreendedor e do investidor tornam-se contraditórias, resultando na rejeição do projeto.

De acordo com Osnabrugge (2000), os investidores de risco formais, quando comparados aos investidores anjos, são muito rigorosos na fase da triagem inicial dos projetos, os VC's avaliam formalmente uma série de categorias pré-definidas no processo de seleção das empresas.

Para Bruton, Filatotchev, Chahine, e Whight (2010), os investidores anjos investem na base da confiança, sendo que o aspecto importante que se valoriza é a relação com o investido, então eles procuram manter uma rede de contato, assim

como uma boa reputação, objetivando construir caminhos para futuras negociações, incluindo a possibilidade de ingresso em grupos formados por outros investidores anjos.

3 METODOLOGIA

No presente capítulo, são apresentados os procedimentos metodológicos que se pretendem utilizar na pesquisa. Inicialmente, entram-se nas concepções ontológicas e epistemológicas, para então discorrer sobre investimento anjo e os atributos selecionados pelos investidores.

Os procedimentos metodológicos podem ser visualizados no quadro 3.

Quadro 3: Resumo da Metodologia

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	CLASSIFICAÇÃO
ONTOLOGIA	REALIDADE OBJETIVA
EPISTEMOLOGIA	POSITIVISTA
MÉTODO	INDUTIVO
FINALIDADE	APLICADA
TIPO DE PESQUISA	DESCRITIVA E EXPLORATÓRIA
ABORDAGEM	QUALITATIVA
AMBIENTE	CAMPO
TEMPO	TRANSVERSAL
ESTRATÉGIA DA PESQUISA	ESTUDO DE CASOS MÚLTIPLOS
COLETA DE DADOS	ENTREVISTA SEMI-ESTRURADAS E ANÁLISE DE DOCUMENTOS
ANÁLISE DOS DADOS	ANÁLISE DE CONTEÚDO

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Posteriormente, são apresentadas as questões do estudo, seguidas da classificação da pesquisa, definições constitutivas e operacionais, delimitação da pesquisa e os sujeitos da pesquisa.

Os procedimentos metodológicos encerram-se quando da apresentação das fontes de coleta de dados.

3.1 CONCEPÇÃO ONTOLÓGICA E EPISTEMOLÓGICA

A ciência normal é denominada, por Kuhn (2006), como a prática constante de pesquisas, a busca de eventos científicos anteriores e uma brecha, e que desses eventos e/ou descobertas possam surgir realizações científicas. As quais foram citadas e denominadas por Kuhn (2006) como paradigmas, são assim classificados pelo reconhecimento dado pela comunidade científica por não oferecer nenhum outro competidor que tenha, até então, uma argumentação mais convincente para solução de uma problemática.

Conforme Saccol (2009), os paradigmas que possuem propósito de realidade sobre as coisas são denominados de ontologia, e quando o propósito volta-se à forma de como o conhecimento humano é construído, é chamado de epistemologia.

Dessa forma:

É essencial que haja reflexão sobre o a visão de mundo e de construção do conhecimento que embasa uma pesquisa, pois só assim será possível avaliar a qualidade, a consistência e a coerência da estratégia, do processo de pesquisa e da análise dos seus resultados. Isso implica compreender e tornar clara a ontologia, a epistemologia e, conseqüentemente, o paradigma de pesquisa que fundamentam o método de pesquisa utilizado. (SACCOL, 2009, p.251).

Marconi e Lakatos (2010) optam por utilizar o termo “método científico”, em vez de paradigma, como fora adotado por Kuhn (2006), conceituando método como uma ponte que guia os cientistas para o caminho do conhecimento.

No entanto, Creswell (2010) adota o conceito de concepções filosóficas, partindo do princípio de que o pesquisador concebe uma visão ou orientação de mundo e da natureza de sua pesquisa.

As concepções prelecionadas por Creswell (2010), paradigmas (Kuhn, 2010; Saccol, 2009) ou métodos científicos conforme Marconi e Lakatos (2010), são desenvolvidos(as) de acordo com a crença do pesquisador. Sendo, inicialmente, importante que o pesquisador pense sobre qual ontologia adotar, pois existem duas visões distintas de mundo, a saber, a realidade objetiva e a realidade subjetiva. (SACCOL, 2009).

Diante disso, a epistemologia adotada nesse estudo parte da visão de mundo “lá fora” atenta à objetividade e adquirindo um conhecimento por meio de um enfoque positivista. (CRESWELL, 2010). Para Saccol (2009, p.253), a epistemologia “relaciona-se com a forma pela qual acreditamos que o conhecimento é gerado. Essa crença está fortemente ligada aos nossos pressupostos ontológicos (sobre como as coisas são)”.

Quanto ao método, Marconi e Lakatos (2010) ainda classificam em cinco tipos, os quais são: i) **método indutivo** (parte da realidade ou de conclusão própria e vai para a teoria baseada em uma lógica mental); ii) **método dedutivo** (parte da teoria e vai para a realidade com a intenção de esclarecer o fato ou ideia inicial); iii) **método hipotético-dedutivo** (parte do problema e vai para as hipóteses, posteriormente, buscam-se por eliminar erros e tornar a teoria falseável); iv) **método dialético** (parte do raciocínio de ideia inacabada, de que todas as teorias estarão sempre em construção); e v) **métodos específicos das ciências sociais** (distinguem de um método, por isso são chamados de específicos, pois englobam dez tipos - histórico, comparativo, etnográfico, estatístico, tipológico, funcionalista, estruturalista, etnográfico, clínico e quadro de referência -, os quais são mais restritos e aprofundados no que se referem às explicações dos fenômenos).

Portanto, diante do fato de que este estudo parte de uma realidade e não se testam hipóteses, o método da pesquisa enquadra-se à lógica indutiva. (CRESWELL, 2010).

O estudo segue abordagem qualitativa, com método de estudo multicaso. Para Creswell (2010, p.31), “os construtivistas sociais defendem suposições de que os indivíduos procuram entender o mundo em que vivem e trabalham”, no intuito de

explorar essas suposições, o estudo de caso torna-se uma estratégia de pesquisa qualitativa adequada para buscar entender de modo indutivo a importância da situação abordada no problema de pesquisa. (CRESWELL, 2010).

3.2 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A aplicação do presente estudo está voltada a investidores e empreendedores que trabalham com uma modalidade específica de capital de risco (investimento anjo). No que se refere aos objetivos desta pesquisa, consideram-se descritiva e exploratória.

É descritiva no momento em que discorre acerca dos elementos que compõem o investimento. “Pois, geralmente, as coisas são descritas com a mensuração de um evento ou atividade”. (HAIR JR, BABIN, MONEY & SAMUEL, 2005, p.83).

E, também, exploratória quando se busca encontrar características específicas que influenciam os aportes de investimento anjo. As pesquisas exploratórias justificam-se pelo fato de serem “desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato”. (GIL, 1999, p. 27). E, de acordo com Yin (2005), quando existe a necessidade de desenvolver estudos exploratórios a literatura disponível pode não fornecer uma estrutura conceitual abrangente, como é o caso desse estudo voltado ao processo decisório dos investidores anjos, imputando uma carência teórica que envolve a temática.

Dando sequência à classificação, a pesquisa em questão reporta-se a uma “abordagem qualitativa”. (CRESWELL, 2010, p.43). Sendo que a coleta de dados foi realizada em campo de maneira não experimental, por isso, visto que os estudos descritivos podem dar ao pesquisador uma descrição dos elementos em um dado ponto no tempo, pode-se afirmar que o estudo realizado fornece dados de corte de tempo transversais. (HAIR JR. *et al.*, 2005).

3.3 DEFINIÇÕES CONSTITUTIVAS E OPERACIONAIS

São apresentadas nesta seção as definições constitutivas (DC) e definições operacionais (DO). Conforme Marconi e Lakatos (2010), a definição operacional é uma redefinição que inclui alguns elementos importantes que podem não estar incluídos na definição constitutiva, expondo com maior clareza as experiências do pesquisador.

a) Inovação

DC- Inovação é a realização de um produto ou serviço totalmente novo, ou melhorado (OECD, 2005), ou seja, os mesmos conceitos de inovação radical e incremental.

Conforme Tironi e Cruz (2009, p.8), “inovação radical seria: inovação que, baseada em uma novidade tecnológica ou mercadológica, leva à criação de um novo mercado, podendo (ou não) acarretar a descontinuidade (disruption) do mercado existente”.

A “inovação incremental poderia ser definida como: a inovação que incorpora melhoramentos (características técnicas, utilizações, custos) a produtos e processos preexistentes”. (TIRONI e CRUZ, 2009, p.9).

DO – A identificação da inovação será feita com base nas entrevistas e por meio de análises de documentos, onde possa localizar se o projeto que foi financiado por investimento anjo enquadra-se como um projeto inovador. Dentre os tipos de inovação listados abaixo:

Uma **inovação de produto**: é a introdução de um bem ou serviço novo ou significativamente melhorado no que concerne a suas características ou usos previstos. Incluem-se melhoramentos significativos em especificações técnicas, componentes e materiais, *softwares* incorporados, facilidade de uso ou outras características funcionais. (OECD, 2005, p.57)

Uma **inovação de processo**: é a implementação de um método de produção ou distribuição novo ou significativamente melhorado. Incluem-se

mudanças significativas em técnicas, equipamentos e/ou *softwares*. (OECD, 2005, p.58)

Uma **inovação de marketing**: é a implementação de um novo método de *marketing* com mudanças significativas na concepção do produto ou em sua embalagem, no posicionamento do produto, em sua promoção ou na fixação de preços. (OECD, 2005, p.59)

Uma **inovação organizacional**: é a implementação de um novo método organizacional nas práticas de negócios da empresa, na organização do seu local de trabalho ou em suas relações externas. (OECD, 2005, p.61)

b) Atributos

DC- O dicionário Aurélio define atributo como: qualidade própria e inerente, sinal distintivo ou faculdade (virtude, propriedade).

DO- Análise com base nas entrevistas e documentos, onde possam localizar os atributos que influenciaram os aportes de investimento anjo, os quais foram listados por Mason e Harrison (2002), são:

- Credibilidade da equipe e/ou empreendedor;
- Valor do aporte necessário;
- Localização de negócio;
- Recomendação de fonte confiável;
- Perspectiva de retorno elevado;
- Sentimento Intuição / instinto;
- Disponibilidade de *smart money*;
- Apresentação do projeto pelo empreendedor;
- Consulta a partir de um grupo de investidores anjos;
- Diversificação da carteira de investimento anjo;
- Projetos inovadores; e
- Oportunidade para se relacionar com outros investidores.

c) Investimento Anjo

DC - É uma modalidade de capital de risco, na qual os investidores, pessoa física, (PF) financiam o desenvolvimento de uma nova ideia, a qual surge de um empreendedor, ou de toda uma equipe de empreendedores, sendo que os aportes

de investimento anjo têm como característica principal atender às empresas nascentes e com valores menos expressivos se comparados às outras modalidades de capital de risco. (CRIATEC, 2013). Os investidores que compõem essa modalidade de capital de risco enquadram-se na categoria de ricos empresários, os quais investem em uma jovem empresa que de alguma forma não possui capital suficiente para expandir as suas atividades. (RAMADANI, 2009; DEGENNARO 2010).

DO – Buscaram-se por pessoas físicas que se identificaram como investidores anjos e que foram indicados por outros investidores e empreendedores, verificando se esses investidores atendiam as características conceituais do perfil necessário para se enquadrar como tal, e que tenha realizado algum aporte à empresa em fase inicial.

3.4 DELINEAMENTOS DA PESQUISA

Adotou-se como estratégia de pesquisa o estudo de casos múltiplos, que nada mais é do que uma variação do estudo de caso único, e como estratégia de pesquisa representa “uma maneira de investigar um tópico empírico seguindo-se um conjunto de procedimentos pré-especificados”. (YIN, 2005, p.35).

O presente estudo de casos múltiplos explorou uma unidade social, sem a intervenção do pesquisador, que buscou compreender e descrever tal situação. (MARTINS, 2008). Conforme Eisenhardt (1989), estudos de casos múltiplos permitem comparações, contribuindo para construção de teorias mais robustas pelo fato de serem fundamentados em um número maior de evidências empíricas, e podem construir relações com os outros casos estudados, dentro da mesma pesquisa.

Segundo Yin (2005), a teoria contribui para o nível de generalização dos resultados do estudo de caso, servindo como um modelo que compara os resultados empíricos do estudo de caso.

É importante destacar que o número de casos do estudo concentrou-se no número máximo sugerido por Eisenhardt:

Enquanto não há um número ideal de casos, um número entre 4 e 10 casos geralmente funciona bem. Com menos de 4 casos, é muitas vezes difícil de gerar teoria com muita complexidade e a sua ligação à terra empírica é provável que seja convincente. (EISENHARDT, 1989, p. 545).

Sendo assim, foram estipulados dez casos para a pesquisa, sendo cinco de investidores anjos, os quais já realizaram seus aportes, e cinco de empreendedores que receberam aportes de investimento anjo.

Por fim, Yin (2005) expõe que os projetos multicase são comparados aos experimentos múltiplos, no sentido de que deve seguir uma lógica de replicação, que mesmo antes da investigação já possa ser prevista.

3.5 TÉCNICAS DE COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

As coletas de dados dos estudos multicase podem ser trabalhadas de algumas maneiras, a saber: por meio de questionário, observações, análise de documento e entrevistas. (EISENHARDT, 2007).

Conforme Yin (2005), ao coletar os dados em um estudo de caso, é necessário que o pesquisador possua habilidades acima do que é exigido para um experimento, por exemplo: saber formular boas perguntas, saber interpretar as respostas, não se deixar enganar por ideologias ou preconceitos, ler nas entrelinhas, ser flexível, ser um bom detetive e ser imparcial.

Creswell (2010) sugere que os instrumentos utilizados para a coleta de dados deverão ser apresentados claramente para os participantes e, posteriormente, nas análises dos dados pelo pesquisador.

Partindo da estratégia apresentada, optou-se pela entrevista semiestruturada e a análise de documentos como fonte de dados para a pesquisa. A entrevista é uma técnica de coleta de dados que vai além de uma conversa entre pesquisador e entrevistado, essa técnica tem a habilidade de fornecer dados empíricos valiosos a um estudo. (CORBETTA, 2003; EISENHARDT 2007).

Nesse cenário não se buscam regularidades, mas a compreensão dos agentes, daquilo que os levou singularmente a agir como agiram. Essa empreitada só é possível se os sujeitos forem ouvidos a partir da sua lógica e exposição de razões. (GODOI, BANDEIRA-DE-MELO, SILVA; 2010 p. 91)

A coleta foi realizada entre os meses de junho e de novembro de 2014, onde a validade do constructo se deu pela utilização de diversas fontes de evidências e a validade externa encontra-se na possibilidade de replicação em outros estudos, sendo que a confiabilidade foi alcançada por intermédio de protocolo do estudo de caso e da criação de banco de dados da pesquisa. (YIN 2005).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na fase da análise dos dados, ou seja, quando o pesquisador começa a tirar as suas conclusões sobre o estudo, Creswell (2010) infere que é importante o relato de todos os passos e os métodos utilizados para o levantamento dos dados, bem como seus possíveis vieses. Além da interpretação dada pelo pesquisador, é necessário, também, expor as limitações do estudo e as sugestões para estudos futuros. (CRESWELL, 2010).

Strauss e Corbin (2008) explicam que o processo analítico inicia-se com a identificação dos conceitos nos dados coletados, para isso o analista necessita ter uma bagagem de aprendizado e criatividade, a fim de dar nomes aos fenômenos observados de acordo com as suas abstrações. Os autores sugerem que o pesquisador mantenha uma organização e uma separação coerente dos dados coletados, a qual poderá ser feita, primeiramente, através de grupos, conforme os critérios estabelecidos pelo pesquisador, e, assim, para cada grupo nomeará as categorias e, se necessário, as subcategorias, sendo que tudo isso faz parte da codificação aberta no processo analítico dos dados coletados.

Conforme Bardin (2004), dentre as análises de dados, a de conteúdo fornece ao pesquisador a possibilidade de comparar com outros estudos que tenham similaridade no que se refere ao objeto de estudo, com o intuito de obter a certeza ou reduzir as incertezas, naquilo que se quer demonstrar na pesquisa, desta forma,

no presente estudo, optou-se por realizar a análise de conteúdo complementada pela documental.

Levando em consideração os devidos cuidados apontados por Godoi, Bandeira-de-Melo e Silva (2010) iniciaram a interpretação dos dados no momento da entrevista para não perder o significado pragmático e central da fala do entrevistado no momento da transcrição.

Alinhadas com a metodologia apresentada no estudo, foram realizadas 12 entrevistas semiestruturadas com investidores anjos e empreendedores, sendo que duas delas foram expurgadas da análise, uma vez que não se enquadraram na amostra proposta pelo estudo.

Sendo assim, a primeira entrevista invalidada foi realizada com um empreendedor, o qual recebeu um aporte para a sua *startup*, no entanto, no momento da entrevista, o pesquisador constatou que o tipo de investimento que ele recebeu não se tratava de capital anjo. Já quanto à segunda entrevista excluída, o investidor anjo realizou dois investimentos em diferentes empresas, porém nenhum desses foi inserido em empresas consideradas inovadoras.

Foram perguntados a todos os entrevistados (conforme último questionamento no protocolo de entrevista) se autorizariam a divulgação dos dados coletados, inclusive seus nomes, dentre tais, apenas um investidor optou por não revelar os dados das empresas que, recentemente, aportara, alegando cláusulas contratuais pactuadas, além do mais quis evitar especulações.

O quadro 4 apresenta cinco investidores anjos entrevistados, com entrevistas validadas, os quais financiaram uma ou mais empresas.

Quadro 4: Apresentação dos Investidores

INVESTIDORES ENTREVISTADOS		
	INVESTIDOR	INVESTIDAS
1	Investidor 1	Foram duas startups, porém o investidor preferiu não revelar ainda, a fim de evitar especulações.
2	Investidor 2	<i>Startup</i> Contabilizei
3	Investidor 3	<i>Startup</i> Mobicar/RentCars
4	Investidor 4	<i>Startup</i> Reclamação
5	Investidor 5	<i>Startups</i> Portal Profes e Educar

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Investidor 1: Empresário do ramo de automação industrial e de permutas corporativas, além de disso é diretor de inovação da Anpei e representante da Anjos do Brasil no núcleo regional de Goiás.

Investidor 2: Fundador e diretor de uma empresa de assessoria a investidores e co-fundador de uma rede investidores anjos em Curitiba-PR.

Investidor 3: Fundador e diretor de uma empresa que atua no segmento de viagens (site de busca de hotéis, passagens aéreas e locação de automóveis).

Investidor 4: Consultor de inovação e coordenador de uma rede de investidores anjos, a qual se encontra sediada na cidade de Curitiba-PR.

Investidor 5: Ex-executivo de instituição financeira, atuante no ramo de investimentos a *startups*.

No quadro 5 é disponibilizado um rol de empreendedores que foram entrevistados, cujas empresas receberam aporte de capital anjo.

Quadro 5: Apresentação dos Empreendedores

EMPREENDEDORES ENTREVISTADOS		
	EMPREENDEDOR	INVESTIDAS
1	Empreendedor 1	<i>Empresa Ecobike Courier</i>
2	Empreendedor 2	<i>Empresa Nex Co-working</i>
3	Empreendedor 3	<i>Startup Contabilizei</i>
4	Empreendedor 4	<i>Startup Sorte do Mês</i>
5	Empreendedor 5	<i>Startup Navegg</i>

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Empreendedor 1: Coordenador de empreendedorismo social, sócio-fundador e franqueador de empresa com negócio voltado ao ramo de “entregas sustentáveis”, com sede em Curitiba-PR.

Empreendedor 2: Jornalista e sócio-fundador de uma empresa de co-working, a qual está estabelecida em Curitiba-PR.

Empreendedor 3: Administrador, fundador de uma aceleradora de startups e fundador de uma startup no ramo da contabilidade.

Empreendedor 4: Fundador de uma startup marketplace ligada a empreendimentos lotéricos, além do mais é fundador de uma startup da área de tecnologia.

Empreendedor 5: Fundador de uma startup marketplace, que tem seu foco voltado à publicidade digital.

4.1 ANÁLISE DOS ATRIBUTOS SOB A ÓTICA DO INVESTIDOR

De acordo com Maxwell, Jeffrey e Lévesque (2011), estudar os critérios no processo decisório de investidores anjos proporciona:

Um maior conhecimento da decisão processada, uma vez que, o conjunto de oportunidades de negócios à procura de investimento pode ajudar *business angels* a melhorar a eficiência de suas próprias decisões heurísticas. O número de empreendimentos que recebem financiamento provavelmente irá aumentar porque mais empresários e *business angels* estarão dispostos a se envolver em interações de investimento. (MAXWELL, JEFFREY & LÉVESQUE, 2011)

Na coleta de dados, foram indagados aos entrevistados quais eram os atributos mais relevantes na percepção deles, e que contribuíram para a realização do investimento anjo, posteriormente foram mencionados aos entrevistados 12 atributos oriundos dos estudos de Mason e Harrison (2002), sendo que, no momento da entrevista, os entrevistados atribuíram um grau de relevância para os atributos expostos pelo pesquisador. A cada atributo listado, eles graduaram em níveis de pouco relevante, relevante ou muito relevante, quando do processo decisório em escolher as empresas investidas.

Na tabela 6 é possível visualizar os níveis de relevância dos atributos que foram apresentados no momento da entrevista e, posteriormente, visualizar qual foi o nível de relevância apontado pelos entrevistados.

Tabela 6: Respostas dos investidores

INVESTIDORES ENTREVISTADOS				
NÍVEL	CATEGORIAS	RESPONDENTES		
		Pouco Relevante	Relevante	Muito Relevante
1º	Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	0	1	4
1º	Perspectiva de retorno elevado	0	1	4
1º	Disponibilidade de <i>smart money</i>	0	1	4
1º	Projetos Inovadores	0	1	4
2º	Recomendação de fonte confiável	0	2	3
2º	Sentimento Intuição / instinto	0	2	3
3º	Apresentação do projeto pelo empreendedor	0	3	2
4º	Consulta a partir de um grupo de investidores anjos	0	4	1
5º	Localização de negócio	2	2	1
5º	<i>Network</i> com outros investidores	2	2	1
6º	Valor do aporte necessário	1	4	0
7º	Diversificação da carteira	3	2	0

Fonte: Adaptado de Mason e Harrison (2002)

Ao analisar os aspectos tangíveis e intangíveis que influenciam as decisões dos investidores anjos, é possível observar que, em um primeiro momento, a decisão ficou equilibrada em relação aos aspectos tangíveis e intangíveis.

No entanto, ao investigar o discurso dos investidores, principalmente, no momento em que são questionados sobre qual (is) atributo (s) eles elencariam, além dos listados, e que são primordiais para o processo decisório desses investidores, foi possível concluir que os aspectos intangíveis são mais relevantes para maior parte dos respondentes.

Investidor 1:

“Eu acredito que ‘sangue nos olhos’ elimina as outras características, nem avalio as outras se não tiver isso. A pessoa tem que ser apaixonada pelo que ela está fazendo, tem que ter um histórico e demonstrar um grande interesse, porque eu acredito que tempos difíceis virão, se não tiver energia e se o ‘cara’ não estiver apaixonado pela ideia, ele não segue adiante”.

Investidor 3:

“Eu procuro observar se as atitudes do empreendedor são éticas, procuro avaliar o caráter e a honestidade dos meus futuros sócios, ainda pesquiso sobre experiências anteriores. Considero isso primordial para a construção de uma relação confiável e, se eu souber que ele não é de confiança, já descarto a possibilidade de investir”.

Investidor 4:

“Eu acho que o empreendedor precisa ter pelo menos visão estratégica da empresa que ele está criando, pois tudo bem se ele não tiver isso no papel ainda, mas tem que ter uma visão estratégica e me responder para aonde a empresa vai, aonde a empresa quer chegar, esse tipo de coisa”.

Quando os investidores foram questionados sobre quais atributos influenciaram na seleção das empresas apostadas, eles responderam livremente os atributos expostos na tabela 7.

Tabela 7: Atributos citados pelos investidores

RESPONDENTE	ASPECTOS	CATEGORIAS	Pouco Relevante	Relevante	Muito Relevante
1	Intangível	Sangue nos olhos (Garra) do empreendedor/equipe	0	0	1
2	—	NDA	—	—	—
3	Intangível	Ética e honestidade do empreendedor/equipe	0	0	1
4	Intangível	Visão estratégica do empreendedor/equipe	0	0	1
5	Tangível	Escalabilidade	0	0	1

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

No entanto, um investidor deu importância maior ao atributo escalabilidade, o qual é tangível.

Investidor 5:

“Apesar de que investimento por investimento é sempre investimento, digamos que certas coisas são imutáveis, mas com isso eu quero dizer, por exemplo: escalabilidade da empresa, para mim, é muito importante. Avaliar se uma empresa vai escalar rapidamente ou não, esse é um critério chave, isso quer dizer se ela vai conseguir aumentar rapidamente o número de clientes”.

Ponderam Brush, Eldeman e Manolova (2012), ao inferir que os fatores intangíveis aliviam as incertezas por parte dos investidores, pelo fato de o investidor acreditar que, ao ter como sócio um empreendedor que saiba lidar com as adversidades sem perder o entusiasmo, é determinante para manter a sobrevivência do negócio, além do mais, as habilidades sociais, tais como: transmitir confiança, saber ouvir conselhos e ter autocrítica, são aspectos primordiais para garantir boa relação entre investidor e empreendedor.

Não obstante, ao retirar os atributos de aspectos intangíveis, constatou-se que, dentre os atributos listados, o de projetos inovadores é o mais relevante entre os aspectos tangíveis. Para Degennaro (2010), quando comparado a outras categorias de investimentos, os investidores anjos são os primeiros agentes a enxergar as novas ideias e possíveis inovações, o que acaba contribuindo para que essa modalidade de investimento seja voltada, essencialmente, ao financiamento de projetos inovadores.

Ao questionar (QUADRO 6), de forma específica, a respeito da inovação, os investidores ressaltaram sua importância e, por meio de apontamentos, indicaram quais dimensões da inovação (radical ou incremental) são buscadas por eles. A maioria dos investidores argumentou que os projetos mais atrativos são aqueles que abarcam maior grau de novidade, ou seja, projetos vinculados à inovação radical são mais atraentes, uma vez que proporcionam maiores chances de retorno.

Quadro 6: Dimensão da inovação – Investidor

INVESTIDOR	DIMENSÃO DA INOVAÇÃO
Investidor 1	Incremental
Investidor 2	Radical
Investidor 3	Incremental
Investidor 4	Incremental
Investidor 5	Radical

Fonte: Elaborada pela autora (2015)

Entretanto, dois investidores foram enfáticos ao demonstrar suas preferências por projetos que trabalham com a inovação incremental.

Investidor 1:

“As duas empresas que eu aportei possuem soluções inovadoras, mas do ponto de vista de modelo de negócio, então elas não desenvolveram nada assustadoramente novo, só pegaram conceitos e formas de tratamento de outros segmentos e colocaram dentro daquele segmento. Então, é isso que eu acho interessante do ponto de vista de negócios, porque eu, como investidor, estou em busca de soluções interessantes, mas eu tenho que ver o lado comercial dessa solução, porque não adianta o empreendedor vir e

dizer 'eu inventei um negócio que transforma água em vinho', mas comercialmente como é que eu vou vender isso? então eu penso muito nisso, eu me preocupo com soluções inovadoras, mas eu sempre tento dar um peso maior para como o mercado aceita essa solução, às vezes você tem uma solução muito inovadora, mas que não soluciona nenhum problema real do mundo, e ela não vai ter uma boa adesão dos clientes, então, uma solução, mesmo que seja simples, se torna mais viável a meu ver".

Investidor 4:

"Eu sou mais a favor da inovação incremental, eu acho que a inovação radical também é importante e interessante, mas os riscos são muito grandes, pelo menos para mim, para o meu perfil é um pouco arriscado demais".

Tidd, Bessant e Pavitt (2008 p.32) explicam a predileção pela inovação incremental, argumentando que os ganhos cumulativos de eficiência são maiores, tendo em vista que essa inovação é de longo prazo, "fazendo aquilo que se faz melhor", reduzem-se os riscos e rateiam-se os investimentos com o passar do tempo, não sendo necessário dispor de grande volume de investimento para obter um produto ou serviço novo para mundo.

Dessa maneira, é possível perceber que os investidores buscam na inovação incremental a oportunidade de obter retornos de seus investimentos, sem correr riscos maiores, como é o caso da inovação radical.

4.2 ANÁLISE DOS ATRIBUTOS SOB A ÓTICA DO EMPREENDEDOR

Na segunda fase da pesquisa, os entrevistados foram os empreendedores que receberam investimento anjo. Assim, as perguntas permearam a respeito dos atributos mais relevantes na percepção deles e que contribuíram para que o investidor anjo financiasse suas empresas, ainda, da mesma forma como se sucederam com os investidores entrevistados, os empreendedores graduaram os atributos em níveis de pouco relevante, relevante ou muito relevante.

Na tabela 8 é possível visualizar os níveis de relevância dos atributos apresentados no momento da entrevista e, posteriormente, verificar qual foi o nível de relevância atribuído pelos entrevistados.

Tabela 8: Respostas dos empreendedores

EMPREENDEDORES ENTREVISTADOS

NÍVEL	CATEGORIAS	RESPONDENTES		
		Pouco Relevante	Relevante	Muito Relevante
1º	Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	0	0	5
2º	Projeto Inovador	0	2	3
3º	Perspectiva de retorno elevado	0	3	2
4º	Apresentação do projeto pelo empreendedor	1	2	2
5º	Consulta a partir de um grupo de investidores anjos	2	1	2
6º	Disponibilidade de <i>smart money</i>	1	4	0
7º	Diversificação da carteira	3	0	2
8º	Valor do aporte necessário	2	3	0
	Sentimento Intuição / instinto	2	3	0
9º	Recomendação de fonte confiável	3	1	1
10º	Localização	3	2	0
11º	<i>Network</i> com outros investidores	4	0	1

Fonte: Adaptado de Mason e Harrison (2002)

Os cinco empreendedores entrevistados apontaram a credibilidade da equipe e/ou do empreendedor como o atributo mais relevante para o investidor ter selecionado a sua empresa.

Quando os empreendedores foram questionados sobre quais atributos influenciaram na seleção das empresas aportadas, eles responderam livremente os atributos expostos na tabela 9.

Tabela 9: Atributos citados pelos empreendedores

RESPONDENTE	ASPECTOS	CATEGORIAS	Pouco Relevante	Relevante	Muito Relevante
1	Tangível	Exposição na Mídia	0	0	1
2	—	NDA	—	—	—
3	Intangível	Capacidade de execução	0	0	1
4	Tangível	Planejamento, execução e vendas	0	0	1
5	Tangível	Corpo técnico/tecnologia	0	0	1

Fonte: Elaborado pela autora (2014)

Nesse momento observa-se que, na percepção dos empreendedores, os investidores anjos utilizam aspectos mais tangíveis na tomada de decisão.

Isso traduz uma percepção divergente do empreendedor em relação ao investidor. Os aspectos tangíveis são mais relevantes para o empreendedor, na percepção dos empreendedores isso induz uma preocupação maior com a apresentação de dados concretos. O que acaba direcionando para segundo plano a atenção com postura proativa e ética, sendo que esta que deveria prevalecer e transparecer entre empreendedor e investidor, pelo menos sob a ótica do investidor.

Por outro lado, a percepção dos empreendedores converge com a dos investidores quando se levam em consideração os projetos inovadores, ou seja, há consciência por parte do empreendedor de que o atributo tangível mais relevante no processo decisório do investidor é a inovação.

Quando questionados especificamente a respeito da inovação, os empreendedores ressaltaram sua importância, apontando quais dimensões da inovação (radical ou incremental) são trabalhadas pela empresa. A maioria dos empreendedores expôs que os projetos mais atrativos carregam maior grau de novidade, ou seja, projetos vinculados à inovação radical são mais atraentes por proporcionarem maiores chances de retorno.

Quadro 7: Dimensão da inovação - Empreendedor

EMPREENDEDOR	DIMENSÃO DA INOVAÇÃO
Empreendedor 1	Radical
Empreendedor 2	Radical
Empreendedor 3	Radical
Empreendedor 4	Radical
Empreendedor 5	Incremental

Fonte: Elaborado pela autora (2015)

Quando indagados sobre a dimensão da inovação de sua empresa, apenas um empreendedor apresentou uma dimensão voltada à inovação incremental, justificando sua resposta conforme a seguir:

O Brasil não está muito pronto para inovação, não aceita muito bem a inovação radical. Acho que o principal fator para a gente foi sempre conseguir validar o que nós já estávamos desenvolvendo. Então se ele realmente dava resultado, o custo benefício do resultado estava dentro do aceitável no mercado, com os investidores e coisas do tipo. (EMPREENDEDOR 5)

De acordo com Tidd, Bessant e Pavitt, a inovação pode existir em novas maneiras de servir o mercado, sendo assim, a criação e a comercialização de novos produtos proporcionam maior competitividade entre as empresas, o que acaba por pressionar as concorrentes e impactar, principalmente, no desenvolvimento econômico e tecnológico do mercado.

A percepção dos empreendedores de que quanto maior a importância da inovação radical não é coincidente com a opinião dos investidores, que preferem as inovações incrementais à radical, conforme demonstrados nos quadros 6 e 7.

Há maior convergência entre empreendedores e investidores no que tange à credibilidade da equipe. Quando da tomada de decisão, os projetos inovadores e perspectivas de retornos elevados foram considerados atributos relevantes a muito relevantes, tanto para empreendedores como para investidores. Por outro lado, em relação ao atributo recomendação de uma fonte confiável, as opiniões são contrárias, ou seja, a maioria dos investidores considerou esse atributo como muito relevante, enquanto maior parte dos empreendedores atribuiu como pouco relevante, não sendo possível afirmar se há coincidência ou não quanto aos outros atributos listados.

3 ANÁLISE GERAL DOS ATRIBUTOS

Ao incluir na presente análise a percepção de todos os entrevistados, os níveis de relevância se alternam, possibilitando a visualização do cenário com maior clareza, conforme demonstrado na tabela 10.

Tabela 10: Repostas de todos os entrevistados

ENTREVISTADOS				
NÍVEL	CATEGORIAS	RESPONDENTES		
		Pouco Relevante	Relevante	Muito Relevante
1º	Credibilidade da equipe e/ou empreendedor	0	1	9
2º	Projetos inovadores	0	3	7
3º	Perspectiva de retorno elevado	0	4	6
4º	Disponibilidade de <i>smart money</i>	1	5	4
	Apresentação do projeto pelo empreendedor	1	5	4
5º	Recomendação de fonte confiável	3	3	4
6º	Sentimento Intuição / instinto	2	5	3
	Consulta a partir de um grupo de investidores anjos	2	5	3
7º	Valor do aporte necessário	3	7	0
8º	Diversificação da carteira	6	2	2
	<i>Network</i> com outros investidores	6	2	2
9º	Localização de negócio	5	4	1

Fonte: Adaptado de Mason e Harrison (2002)

Morissette (2007) já havia observado em seu estudo de que a credibilidade da equipe e/ou empreendedor é um dos atributos mais importantes na avaliação do investidor, sendo que este *a priori* avalia a pessoa – empreendedor – para *a posteriori* valorar o projeto.

Situação observada no atual estudo, conforme apontado na tabela 10, é que todos os entrevistados responderam que a credibilidade foi atributo mais relevante num primeiro momento para que as empresas escolhidas fossem selecionadas. Para Mitteness, Baucus e Sudek (2012), isso acontece em decorrência da proximidade que o investidor anjo necessita ter com empreendedor. De fato o contato é constante, não impedindo que ocorram embates e discussões, por isso a credibilidade é característica essencial, e tem a finalidade de preservar uma relação harmoniosa e de confiança entre investidor e seus novos sócios.

“O fato de ser um investidor anjo me proporciona possibilidade de investir em um empreendedor que eu confie e que eu aposte, para que ele, com a energia dele, com as ideias dele, com capacidade dele e do grupo dele consiga desenvolver um novo projeto e que eu faça parte desse projeto, eu tenho as minhas limitações, então me vejo dessa maneira, se você pegar um investidor mais velho, ele já vai ser 100% investidor, ele não é empreendedor de maneira geral, eu sou empreendedor e, ao mesmo tempo, investidor, vejo a motivação de investimento em ampliar as minhas chances de empreendedorismo, já que eu não tenho braço para empreender sozinho, então essa é a minha principal motivação”.
(INVESTIDOR 1)

Para (Bruton *et al.*, 2010), a preocupação com a credibilidade, por parte do investidor anjo, é maior se comparado a outros investidores de risco, haja vista que as demais modalidades de capital de risco direcionam seus esforços na diminuição dos riscos de mercado, enquanto que o investidor anjo sente a necessidade de focar no risco de agência, e, ainda, são mais dependentes de uma relação harmoniosa com os investidos.

O resultado das entrevistas tem convergência com o estudo realizado por Mitteness, Baucus e Sudek (2012), apontando que no primeiro instante o investidor anjo prioriza sua avaliação no empreendedor, observando sua postura, comportamento e inteligência emocional.

Assevera Degennaro (p.60, 2010) que os “investidores anjos são um dos primeiros a ver novas ideias e inovação tecnológicas, e a apoiar novos negócios”, assim sendo, o investimento anjo é uma importante fonte de apoio à comunidade empreendedora e à inovação.

Ainda (Degennaro, 2010) menciona que as novas ideias e as inovações são importantes fatores a serem apresentados aos investidores anjos, a ponto de considerarem a inovação como segundo critério mais importante no momento de selecionar um projeto. Levando em consideração que a predisposição do investidor em investir num projeto inovador é justificável, vez que este proporciona maiores chances de retorno, escalabilidade e competitividade. (WILTBANK *et al.*, 2009; DEGENNARO, 2010; HARRISON, MASON & ROBSON, 2010; LAHTI, 2011). Posto isso, pode-se observar que o segundo atributo relevante no processo de escolha dos investidores anjos é o fato de os projetos aportados agregarem algum tipo de inovação.

Conforme preconiza a teoria do desenvolvimento econômico de Schumpeter, as novas combinações, chamadas de Inovação, sob a ótica de um modelo competitivo evolucionista, direcionam a tomada de decisão dos investidores anjos a partir do momento que retoma da ideia de seleção natural. Assim asseveram Nelson e Winter (2005), podendo, ainda, observar nesse processo que os investidores anjos podem determinar a continuidade de uma empresa, dado que a empresa já tentou angariar outras formas de financiamento e, geralmente, não obteve sucesso.

Os investidores almejam retorno de seus investimentos, Spina (2013) diz que o investidor anjo possui características mais flexíveis nesse quesito se comparado a

outros investidores de risco, mas isso não faz do investidor anjo um filantropo. Uma vez que é possível constatar que a expectativa de um retorno esperado é um dos atributos mais relevante para o investidor anjo.

“A principal motivação para mim é o retorno financeiro, acho que é a possibilidade de ter capital retornado várias vezes, mas acho também que uma segunda seria o gosto em lidar com esse meio de empreendedorismo, de produtos inovadores e empreendedores que são caras sonhadores, com cabeça aberta, uma mentalidade aberta e acho que em terceiro lugar é mesmo essa vontade de ajudar e de retribuir um pouco para a sociedade”. (INVESTIDOR 4)

Ramadani (2010) define o *smart money* como outro tipo de capital bastante procurado por *startups*, o denominado “dinheiro inteligente” que contribui, principalmente, para que os empreendedores com pouca experiência no mercado aumentem seus *know-how* e ampliem suas redes de contatos.

“Uma das minhas maiores razões por eu ser um investidor anjo, também, eu acredito que seja pelo fato de o meu capital fazer mais sentido quando é empregado em estágios iniciais. Porque meu capital vale mais do que dinheiro, a partir do momento que coloco conhecimento e a minha experiência”. (INVESTIDOR 2).

Essa ideia é compartilhada por Mason e Harrison (2002), ao atribuir que uma das motivações para que o investidor anjo financie uma ideia está no fato de poder contribuir com sua experiência e conhecimento em novos negócios, diferencial que é capaz de proporcionar grandes vantagens à empresa investida e aos empreendedores que recebem toda uma gama de conhecimento transmitido pelo investidor anjo.

Durante seu trabalho, os anjos ganharam muitas amizades e criaram redes de contatos que incluem empreendedores bem sucedidos, banqueiros, contadores, etc. Eles usam esses contatos, a fim de ajudar as empresas investidas a alcançar resultados financeiros positivos. (RAMADANI p.256, 2009).

Durante as entrevistas realizadas, foi possível constatar, no discurso de um dos empreendedores, que o capital aportado teve grande importância na aceleração do crescimento da empresa, assim como houve contribuição relevante para a concretude e expansão dos negócios no mercado, sendo enfático ao dizer que o

conhecimento jurídico, a rede de contatos e até mesmo a infraestrutura física de um escritório com uma ampla sala de reunião que o investidor possuía, o qual colocou à disposição da empresa investida, contribuíram sobremaneira para a alavancagem da empresa.

Isso possibilitou que o empreendedor recebesse seus clientes e fornecedores em um ambiente amplo e confortável, sem ter que despender de mais recursos para isso, haja vista que com a locação de salas co-working foi possível minimizar os custos. Além do mais, os contratos da empresa que necessitavam de uma assessoria jurídica contratada, que se traduziam diretamente em custos para a empresa, passaram a ser redigidos e acompanhados pelo investidor anjo que atuava no ramo jurídico.

Em muitos momentos precisamos formar contrato, rever contrato, isso nos fez usar do conhecimento do investidor. A própria estrutura física das salas que ele disponibilizava, para que eu pudesse treinar minha equipe, treinar franqueados. Então ele deu um suporte legal para nós em relação a isso, além do network. (EMPREENDEDOR 1).

Para Romaní, Atienza e Amorós (2013), a apresentação do projeto pelo empreendedor é uma etapa de suma importância para angariar um financiamento anjo, esse contato de persuasão pode acontecer de inúmeras maneiras, tais como: eventos de empreendedorismo, concursos, em reuniões ou situações informais, como: almoços e jantares. O ponto mais importante, segundo mencionam os autores, é o aumento da aptidão e do convencimento por parte dos investidores, ressaltando que as chances se ampliam quando o empreendedor consegue apresentar o seu projeto com segurança.

Os entrevistados, no entanto, frisaram que os empreendedores estão sendo cada vez mais treinados, atualmente existem vários eventos e cursos voltados a ensinar os empreendedores como proceder à apresentação de um projeto ou ao chamado *pitch* - uma apresentação rápida que dura em torno de cinco minutos –, de acordo com um dos entrevistados, todo esse treinamento que envolve linguagem corporal e outras técnicas de oratória pode mascarar maus projetos ou empreendedores desqualificados.

Embora essas técnicas possam trazer prejuízos aos investidores, na medida em que não expressam a realidade, ainda assim, para a maioria dos entrevistados,

uma boa apresentação demonstra competitividade e amadurecimento do empreendedorismo. Pois, de acordo com Romaní *et al.*, (2013), no passado não muito distante projetos bons eram desperdiçados, em virtude da desqualificação de seus apresentadores ou apresentados de forma inadequada.

De acordo com Mason e Harrison (2002), os investidores, na grande maioria, ainda possuem uma vida profissional extremamente ativa, fato que os impedem de dedicar com mais afinco na prospecção e na investigação de novas empresas que buscam investimentos, deficiência que é superada, em parte, pelas indicações e recomendações fornecidas por colegas de trabalho, amigos e outros investidores.

Para Osnabrugge (2000), a situação também é explicada pela escassez de divulgação e de exposição dos negócios anjos, o que leva à incapacidade das empresas localizarem potenciais investidores anjos, por outro lado, investidores desconhecem as intenções de empresas que precisam adquirir um financiamento externo, tal situação é explicada pela forte assimetria de informações presente nesse segmento.

Nas palavras de Mitteness (2012), o atributo que mais recebe atenção do investidor é a paixão, simbolizado na garra do empreendedor pelo projeto e na percepção desse atributo tão cognitivo e comportamental, julgado pela intuição ou instinto do investidor.

O brilho no olho do empresário, isso para mim é o mais importante, sigo bem aquela filosofia de que você investe no empreendedor. Dependendo da energia da pessoa, mesmo se ela errar, mas se ela tem a energia suficiente pra levantar o projeto dela, é suficiente, mas eu tenho que sentir essa energia. (INVESTIDOR 1)

Contudo, se analisarmos separadamente esse atributo, a relevância dele é maior para o investidor do que o empreendedor. É possível observar, na análise, que esse atributo apresentou-se como o mais discrepante entre a visão do investidor e a que o empreendedor possui do investidor, por exemplo: o empreendedor considera o investidor anjo mais analítico em sua tomada de decisão.

De acordo com Brush, Edelman e Manolova (2012), investidores têm hábitos de consultar outros investidores de sua rede de contatos sobre possíveis investimentos, principalmente quando o investidor anjo tem o interesse de investir em uma empresa e faz parte de um grupo de investidores anjos.

Situação que foi observada com o investidor 5, o qual afirmou que nos dois casos de investimentos que ele realizou, *a priori*, recorreu à assessoria de outros investidores.

“É, em ambos os casos sim, porque enfim eu já tinha pessoas conhecidas que também investem e houve discussões, no caso de uma *startup*, eu fui como eu disse um dos primeiros investidores, senão o primeiro com mais relevância. No caso da outra *startup*, eu fiz um coinvestimento, e aí foi coordenado por mais um fundo seed capital e mais quatro investidores anjo, então todos nós coordenamos o investimento conjuntamente, definimos os documentos conjuntamente, fizemos o investimento conjuntamente”. (INVESTIDOR 5)

O ponto mais contrastante desse estudo, provavelmente, é o da localização do negócio, pois vários estudos, dentre eles: (Ramadani, 2009; Degennaro, 2010; Harrison, Mason e Robson, 2010; Brush, Edelman e Manolova, 2012) enfatizaram a importância da variável no que tange à tomada de decisão pelo investidor, afinal, se uma das características do investidor anjo é a forte relação com a empresa investida, que tem a necessidade de dedicar boa parte de tempo para o sucesso do negócio, espera-se que a proximidade física, tanto local como regional, ajude a manter estreita relação e constante monitoramento da situação.

Harrison, Mason e Robson (2010) constataram que no Reino Unido os investidores possuem um perfil mais paroquial, traduzindo-se pela busca de investimentos em negócios situados a um raio de 100 km.

“Em relação à proximidade, assim, não tem uma regra absoluta, mas é uma tendência até para você controlar. Têm algumas teses de investimento, têm pessoas que só investem em empresas de saúde, por exemplo, têm outros que só investem em empresas de educação, têm outros que só investem em empresas de Sorocaba, ou seja, lugar que seja regional e têm outros que só investem em empresas que já estão faturando, então isso muda um pouco, varia de investidor pra investidor”. (INVESTIDOR 1)

Não obstante, a variável proximidade física ser importante para o investimento anjo, no presente estudo, ao realizar as entrevistas, os entrevistados consideraram a curta distância geográfica como um dos critérios menos relevante, justificando que esse fator atualmente não tem grande importância na tomada de decisão, tendo em vista a grande oferta de recursos tecnológicos, o que possibilita manutenção de contatos com seus investidos.

A literatura que atribui relevância ao fator locacional foi publicada há mais 10 anos, talvez isso explique a diminuição da relevância. Em 2014, ano da realização da pesquisa, as tecnologias de comunicação estavam avançadas o suficiente para que a distância geográfica não caracterizasse óbice ao investidor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pode-se argumentar que, sob a ótica da teoria evolucionária, o investimento anjo surgiu a partir de uma lacuna existente entre as outras modalidades de capital de risco, já que havia um grupo de empresas nascentes que não era atendido por outras modalidades de capital de risco e tampouco por financiamento tradicional. Então, em substituição às garantias tradicionalmente exigidas por outros investidores e/ou intermediadores financeiros, quando da concessão de crédito, os investidores anjos, quando da tomada de decisão de investir, levam em consideração fatores atinentes ao bom relacionamento com o empreendedor e o grau inovação que a ideia apresenta.

O trabalho em questão propôs responder quais são os atributos das empresas aportadas, e que são considerados relevantes por investidores anjos.

Ao investigar e ao analisar as repostas dos entrevistados, fundamentando-as na literatura explorada, foi possível alcançar os objetivos da pesquisa, sumariados a seguir.

A identificação dos investidores anjos ocorreu, inicialmente, com pesquisas realizadas em sites ligados a empreendedorismo e a financiamento às startups, além disso, a pesquisadora participou de alguns eventos relacionados a empreendedorismo.

Conforme Mason e Harrison (2002), as dificuldades para encontrar investidores e, até mesmo, desenvolver estudos relacionados ao *angel capital* se dão em virtude de que muitos deles vivem no anonimato e, geralmente, atuam na informalidade.

Assim sendo, foram identificados dez investidores anjos por intermédio de sites e redes sociais, os quais, posteriormente, foram contatados por *email*, sendo que apenas um investidor aceitou ser entrevistado. Além disso, foram contatados dois investidores os quais se apresentaram em eventos de *startups*, dentre tais contatos, apenas um aceitou ser entrevistado, enquanto a outra investidora não pode ser entrevistada, haja vista que ainda tinha realizado aportes na modalidade anjo, para tanto, esta, por sua vez, indicou dois investidores que já haviam concluído

aportes de investimentos, os quais foram contatados pela pesquisadora, e que disso resultou em uma entrevista.

Por conseguinte, quatro investidores foram indicados por um empreendedor e por um colega de mestrado, apesar de que todos indicados concordaram em conceder entrevista, uma delas foi excluída do estudo, vez que o entrevistado não se enquadrava como investidor anjo, de acordo com a literatura, além de as empresas que foram financiadas por ele não ter características inovadoras.

Posto isso, os resultados das entrevistas com empreendedores foram cotejados com as informações obtidas em cinco entrevistas com investidores que financiaram pelo menos uma empresa, e que tinham características típicas de investimento anjo.

Salientando que a identificação dos empreendedores ocorreu da mesma maneira que a dos investidores, somando-se cinco empreendedores localizados por intermédio de sites específicos de empreendedorismo e de financiamento a startups, ressaltando que nenhum retornou ao convite para uma entrevista.

Um empreendedor, contatado em evento específico de empreendedorismo, manifestou interesse em ser entrevistado, e auxiliou a pesquisa ao indicar mais um empreendedor. Sendo que o rol de cinco empreendedores completou-se com a indicação de um empreendedor por este, e os demais foram indicações de dois colegas de mestrado, cada um com uma indicação, perfazendo todas em entrevistas válidas para a pesquisa.

Concluída a coleta de dados, observou-se que a maioria dos investidores entrevistados optou por selecionar empresas a partir de uma avaliação criteriosa da postura do empreendedor ou da equipe empreendedora, isso ficou demonstrado quando os investidores relataram que investigam histórico dos empreendedores, a fim de coletar o máximo de informações pessoais dos empreendedores, além de conhecer melhor as características pessoais de seu potencial sócio, precauções que tendem a minimizar futuros conflitos de relacionamento. Os investidores foram enfáticos em dizer que também que ponderam a paixão e a dedicação do empreendedor pelo projeto.

Realizada a triagem comportamental, os investidores passam a observar se a empresa possui um projeto, um produto e um serviço, realmente, inovador e atrativo para o mercado, alegaram que a inovação é um diferencial capaz de propiciar a

alavancagem das empresas financiadas por eles, processo também denominado de escalabilidade.

A maioria dos investidores entrevistados relatou selecionar as empresas que oferecem projetos voltados à inovação incremental, segundo eles, a inovação incremental é menos arriscada e proporciona lucratividade em menor lapso temporal, uma vez que há possibilidade de ser colocada mais rapidamente no mercado quando comparada à inovação radical.

Por outro lado, boa parte dos empreendedores declarou ter recebido aportes nas suas empresas por trabalharem com a inovação radical, que proporciona uma escalabilidade maior, o que beneficia os investidores, resultando em maior lucratividade em curto espaço de tempo.

Os empreendedores entrevistados foram quase unânimes em afirmar que a credibilidade do empreendedor foi o atributo mais relevante para que recebessem os aportes financeiros dos investidores, concordando ainda que o bom relacionamento entre empreendedor e investidor contribuiu para a sobrevivência da empresa, além do mais, os empreendedores mencionam que os investidores valorizam a persistência e a capacidade de execução dos projetos, pois, segundo relatos destes, não adianta ter uma grande ideia e não a conseguir executar.

Na tabela 11 é possível observar quais são as principais diferenças e semelhanças nas repostas obtidas dos investidores e dos empreendedores.

Tabela 11: Comparativo das respostas dos entrevistados

CATEGORIAS	RESPONDENTES					
	Pouco Relevante		Relevante		Muito Relevante	
	Inv	Emp	Inv	Emp	Inv	Emp
Credibilidade da equipe e/ou empreendedor;	0	0	1	0	4	5
Valor do aporte necessário;	1	2	4	3	0	0
Localização de negócio;	2	3	2	2	1	0
Recomendação de fonte confiável;	0	3	2	1	3	1
Perspectiva de retorno elevado;	0	0	1	3	4	2
Sentimento Intuição / instinto;	0	2	2	3	3	0
Disponibilidade de smart money;	0	1	1	4	4	0
Apresentação do projeto pelo empreendedor;	0	1	3	2	2	2
Consulta a partir de um grupo de investidores anjos;	0	2	4	1	1	2
Diversificação da carteira de investimento anjo; e	3	3	2	0	0	2
Oportunidade para se relacionar com outros investidores.	2	4	2	0	1	1
Projetos inovadores	0	0	1	2	4	3

Fonte: Elaborado pela autora (2015).

Conforme ilustrado na tabela 11, a credibilidade da equipe e/ou do empreendedor e os projetos inovadores são os atributos mais relevantes quando da seleção das empresas pelos investidores anjos. Outro atributo apontado pela maioria dos entrevistados como relevante é o valor do aporte necessário, geralmente o valor solicitado pelo empreendedor pode ser negociado entre as partes, embora a probabilidade de desistência se eleve quando o montante de recursos almejados seja alto na visão do investidor.

Os entrevistados concordam – tanto empreendedores como investidores - que a diversificação da carteira do investidor anjo não é um atributo relevante para o processo decisório, sendo que os atributos perspectiva de retorno elevado; sentimento, intuição/instinto; disponibilidade de *smart Money* e apresentação do projeto para maioria dos entrevistados variam entre relevantes e muito relevantes, demonstrando que existe uma convergência na percepção dos entrevistados.

O atributo que apresentou maior divergência, entre a percepção dos investidores e dos empreendedores, é a recomendação de uma fonte confiável, sendo constatado na visão dos empreendedores como um atributo pouco relevante no processo decisório do investidor anjo, enquanto que para a maioria dos investidores entrevistados considera muito relevante, porque uma fonte confiável

pode fornecer as informações que o investidor busca quando se procede na investigação do histórico do empreendedor.

Em análise ao atributo localização do negócio, as percepções dos entrevistados oscilam entre pouco relevante e relevante, o que diverge de grande parte da literatura sobre investimento apresentado até o momento. A literatura menciona a importância da proximidade geográfica entre investidores e empresas aportadas, justificativa apontada é a necessidade do fornecimento de suporte estratégico – característica principal do *angel capital* -, uma vez que a consultoria e o aconselhamento disponibilizados pelos investidores exigem proximidade, até mesmo, porque os investidores tem necessidade, pelas características, participar constantemente de reuniões e estar sempre em contato com os empreendedores.

No entanto, para os entrevistados, a distância geográfica já não é obstáculo que impeça, sobremaneira, de o investidor de financiar uma empresa, dado evolução dos meios de comunicação disponibilizados atualmente, com isso a distância é relativizada já que as reuniões e conversas podem ser conduzidas via videoconferência, embora, ainda, os investidores tenham que realizar visitas técnicas às empresas investidas, mas não com tanta frequência, além do mais, o aumento significativo de aeroportos e voos regionais tende facilitar a locomoção desses investidores – saindo de um estado da federação para outro e retornando no mesmo dia -, com isso não preocupação de a sede da empresa localizar-se em outra região, que não a do investidor.

De forma geral, cabe ressaltar que os investidores anjos buscam empresas nascentes e inovadoras, não importando em qual região do país elas estão situadas, sendo que o ponto mais importante levado em consideração é a capacidade de o empreendedor atuar e trabalhar para que o projeto seja concretizado, além da disposição de assimilar sugestões dos investidores, com a finalidade de construir uma relação benéfica para empresa.

As limitações do presente estudo dizem respeito à identificação dos investidores e empreendedores, que se enquadram na modalidade de investimento anjo. O conceito de investimento anjo ainda não se encontra devidamente disseminado, o que ocasiona certa confusão entre investidores e empreendedores, ou seja, existem investidores que atribuem a nomenclatura de investidor anjo, entretanto, não possuem as características necessárias para o segmento. Ainda, a

identificação se torna complicada e difícil temem função do receio da exposição; situação constatada no íterim da pesquisa, quando uma instituição, a qual detêm muitos investidores em seus cadastros, optou por não disponibilizar dados de suas bases, tampouco fornecimento de contatos dos investidores.

Há, ainda, a dificuldade de generalização do estudo, porque não foram realizados estudos estatísticos, que proporcionam essa generalização. Outra limitante é a ausência de relação entre empreendedores que foram entrevistados e investidores. Caso houvesse a possibilidade de trabalhar com os pares envolvidos – empreendedores e investidores -, as análises de fato poderiam captar melhor a percepção que o empreendedor tem do investidor, o qual financiou a sua empresa, e se há convergência com a real percepção do próprio investidor.

Para complementar cabe mencionar que o levantamento bibliométrico realizado contribuiu para revelar que não há estudos acadêmicos atuais sobre o segmento de investimento anjo, por isso se torna prejudicado precisar números e/ou montantes movimentados deste tipo de investimento no mundo. Parte da fundamentação do presente estudo, ainda, faz uso de dados levantados há mais de cinco anos, por outros pesquisadores, os quais se especializaram, na época, em *angel capital*, porém, não desenvolveram estudos recentes acerca do tema em comento.

Sugere-se que, para pesquisas futuras, seja realizado estudo com maior número de respondentes, utilizando questionários e análises estatísticas. Interessante, também, aprofundar estudo dos atributos, questionando somente os investidores anjos e, posteriormente, realizar a análise da empresa aportada - até mesmo com dados secundários -, observando até que ponto os atributos listados pelos investidores são atendidos pelas empresas. Espera-se poder obter resultados objetivos, registrados na empresa nos seus relatórios gerenciais e outras formas de comunicação com o mercado.

Enfatiza-se, por último, que as conclusões do estudo foram baseadas, em grande parte, nos discursos provenientes das entrevistas realizadas, ou seja, resultam da opinião dos entrevistados. Almeja-se contribuir para o conhecimento do capital de risco, procurando esclarecer pontos importantes sobre investimento anjo, que sejam úteis tanto para a academia, quanto para empreendedores, instituições e investidores.

REFERÊNCIAS

ABVCAP. **Associação brasileira de *private equity & venture capital***. Disponível em <<http://www.abvcap.com.br/associacao/quem-somos.aspx?c=pt-br>>. Acesso em 20 de novembro de 2013.

ANJOS DO BRASIL. **Associação de apoio a investidores anjos e empreendedores**. Disponível em: <<http://www.anjosdobrasil.net/o-que-fazemos.html>> Acesso em: 19 de novembro de 2013.

AERNOUDT, R. Business Angels: should they fly on their own wings. **Venture Capital**, v. 1, n. 2, p. 187- 195, 1999.

ARTEM, G. Combining formal and informal financial sources; Russian early entrepreneurs; and established firms; structure of external financing. **Journal of Chinese Entrepreneurship**, v. 5, n. 1, p. 39-60, 2013

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Editora 70, 2004.

BAÊTA, A. M. C; BAÊTA-LARA, F. M. C; MELO, V. S. Financiamento da inovação: Uma estratégia competitiva. **Revista Administração em Diálogo – RAD**, v. 8, n.1, 2006.

BRUSH, C. G.; EDELMAN, L. F.; MANOLOVA, T. S. Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing. **Venture Capital**, v. 14, n. 2/3, p. 111-129, 2012.

BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WHIGHT, M. et al. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, n. 5, p. 491-509, 2010.

BURKE, STEL, HARTOG, ICHOU. How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors? **Venture Capital**, v. 12, n. 1, p. 21-47, 2010

_____. What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects. **Small Business Economics**, v. 42, n. 3, p. 467-484, 2014.

CASSIOLATO, J. E.; LASTRES, H. M. M. Sistemas de inovação e desenvolvimento as implicações de política. **São Paulo em Perspectiva**, v.19, n. 1, p.34 - 45, jan/mar 2005.

_____. Inovação e sistemas de inovação: relevância para a área de saúde. **R. Eletr. de Com. Inf. Inov. Saúde - RECIIS**. Rio de Janeiro, v.1, n.1, p.153-162, jan/jun, 2007.

CHEMMANUR, T. J.; FULGHIERI, P. Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 1, p. 1-19, 2014.

CHRISTENSEN, C. M. **O dilema da inovação**: quando as novas tecnologias levam empresas ao fracasso. São Paulo: M. Books do Brasil. Ed. Ltda, 2012.

COLLEWAERT, V. Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective. **Entrepreneurship: Theory & Practice**, v. 36, n. 4, p. 753-779, 2012.

CORBETTA, P. **Social research**: theory, methods and techniques. London: Sage, 2003.

CORDER, S.; SALLES-FILHO, S. Financiamento e incentivos ao Sistema Nacional de Inovação. **Revista Parcerias Estratégias**, n. 19, dez 2005.

_____. Aspectos conceituais do financiamento à inovação. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 5, n. 1, jan/jun, 2006.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa**: métodos qualitativo, quantitativo e misto. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CRIATEC. **Fundo de capital semente**. Disponível em: <[http://www.fundoCRIATEC\(2013\).com.br/interna.php?p=quemSomos#](http://www.fundoCRIATEC(2013).com.br/interna.php?p=quemSomos#)> Acesso em: 19 de novembro 2013a.

_____. **Desmistificando o capital de risco**: o que é, como funciona e como acessar o capital de risco para o seu negócio. Disponível em: <http://www.fundocriatec.com.br/doc1/cartilha_criatec.pdf>. Acesso em: 19 de agosto de 2013b.

DAVILA, T.; EPSTEIN, M.J.; SHELTON, R. **As regras da inovação**: Como gerenciar, como medir e como lucrar. Porto Alegre: Bookman, 2006.

DEGENNARO, R. P. Angel Investors: Who they are and What they do; Can I Be One, Too? **Journal of Wealth Management**, v. 13, n. 2, p. 55-60, 2010.

DEGENNARO, R. P.; DWYER, G. P. Expected returns to stock investments by angel Investors in Groups. **European Financial Management**, 2013.

EISENHARDT, K. M. Building theories from case study research. **Academy of Management Review**, v.14, n.4, p.532-550, 1989.

_____. Theory building from cases: opportunities and Challenges. **Academy of Management Review**, v.50, n.1, p.25-52, 2007.

FAGERBERG, J. Innovation: a guide to the literature. In.: FAGERBERG, J.; MOWERY, David C.; NELSON, Richard R. (Eds.) **The Oxford handbook of innovation**. Oxford: University Press, 2004.

FREEMAN, C; SOETE, L. **A economia da inovação industrial**. São Paulo: Ed. Unicamp, 2008.

GOMPERS, A. The rise and fall of venture capital. **Business and Economic History**, v. 23, n. 2, p. 1-26, 1994.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GODOI, C.K; BANDEIRA-DE-MELO, R. SILVA.,A.B. Pesquisa qualitativa em estudos organizacionais.: Paradigmas e métodos. 2ª ed – São Paulo: Saraiva, 2010.

GREGSON, G.; MANN, S.; HARRISON, R. Business Angel Syndication and the Evolution of Risk Capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland. **Managerial & Decision Economics**, v. 34, n. 2, p. 95-107, 2013

HAIR JR., J.F; BABIN, B.; MONEY, A.H; SAMUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HARRISON, R.; MASON, C.; ROBSON, P. Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. **Entrepreneurship & Regional Development**, v. 22, n. 2, p. 113-137, 2010.

HIRUKAWA, M.; UEDA, M. Venture capital and innovation: which is first? **Working Paper Series**, 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1242698>. Acesso em: 19 de setembro de 2012.

JOHNSON, B.; EDQUIST, C.; LUNDVALL, B.. **Economic development and the national system of innovation approach**. In.: First Globelics Conference, 2003, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Redesist, 2003.

JOHNSON, W. C.; SOHL, J. Angels and venture capitalists in the initial public offering market. **Venture Capital**, v. 14, n. 1, p. 27-42, 2012.

KERR, W. R.; LERNER, J.; SCHOAR, A. The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings. **Review of Financial Studies**, v. 27, n. 1, p. 20-55, 2014.

KORTUM, S.; LERNER, J. Assessing the contribution of venture capital to innovation. **The RAND Journal of Economics**, v.31, n.4, p.674-692, 2000.

KUHN, T. S. **A estrutura das revoluções científicas**. 9 ed. São Paulo: Perspectiva, 2006.

LAHTI, T. Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market. **Venture Capital**, v. 13, n. 2, p. 147-173, 2011.

LEMES JR; CHEROBIM; RIGO. **Administração financeira: Princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2010.

LINDGAARD CHRISTENSEN, J. Should government support business angel networks? The tale of Danish business angels network. **Venture Capital**, v. 13, n. 4, p. 337-356, 2011.

LUNDVAL, B.; BORRÁS, S. **The globalising learning economy: implications for innovation policy**. 1997. Disponível em: <http://www.globelicsacademy.org/2011_pdf/Lundvall%20Borras%201997.pdf>. Acesso em: 25 de março de 2014.

LUNA, F.; MOREIRA, S.; GONÇALVES, A. Financiamento à inovação. In.: DE NEGRI, J. A.; KUBOTA, L. C. **Políticas de Incentivo à Inovação Tecnológica no Brasil**. Brasília: IPEA, 2008.

MAÇANEIRO, M. B.; CHEROBIM, A. P. M. S. Fontes de financiamento à inovação: incentivos e óbices às micro e pequenas empresas. Estudo de casos múltiplos no estado do Paraná. **Revista Organizações e Sociedade**, v. 18, n. 56, p. 57-75, 2011.

_____. O financiamento da inovação tecnológica por meio de programas governamentais de apoio às empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, 2010.

MALERBA, F. Sectorial systems of innovation and production. **Research Policy**, v. 31, p. 247-264, 2002.

MARCONI, M. A; LAKATOS, E.M. **Metodologia do trabalho científico**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. **Fundamentos de metodologia científica**. 7 ed. São Paulo, Atlas, 2010.

MARTINS, G. A. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MASON, C. M.; HARRISON, R.T. Barriers to investment in the informal venture capital sector. **Entrepreneurship & Regional Development**, v.14, p. 271 - 287, 2002.

MAXWELL, A. L.; JEFFREY, S. A.; LÉVESQUE, M. Business angel early stage decision making. **Journal of Business Venturing**, v. 26, n. 2, p. 212-225, 2011.

MEIRELLES, J. L. F.; PIMENTA JÚNIOR, T.; REBELATTO, D. A. N. Venture capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica. **Gestão e Produção**, v. 15, n. 1, p. 11-21, jan-abr, 2008.

MELO, L. M. Financiamento à inovação no Brasil: análise da aplicação dos recursos do Fundo Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FNDCT) e da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP) de 1967 a 2006. **Revista Brasileira de Inovação**, v. 8, n. 1, p.87-120, jan./jun. 2009.

MENDONÇA, A. T. B. B.; WOEHL, S.; CHEROBIM, A. P. M. S.; NASCIMENTO, T. C. Capital de risco no Brasil: a atuação do fundo de capital de risco CRIATEC. In.: **Encontro de Estudos sobre Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas – EGEPE**, 7., 2012, Florianópolis. *Anais...* Florianópolis: ANEGEPE, 2012.

MITTENESS, C. R.; BAUCUS, M. S.; SUDEK, R. Horse vs. Jockey? How stage of funding process and industry experience affect the evaluations of angel investors. **Venture Capital**, v. 14, n. 4, p. 241-267, 2012.

MORRISSETTE, S.G. A Profile of Angel Investors. **The journal of private equity**.p. 52- 66, 2007.

NELSON, R. **As fontes do crescimento econômico**. Campinas, SP: Ed. da Unicamp, 2006.

NELSON, R; WINTER, S.G. **Uma teoria evolucionária da mudança econômica**. Campinas, SP: Ed. da Unicamp, 2005.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Manual de Oslo**: diretrizes para coleta e interpretação de dados sobre inovação. 3.ed. Brasília: MCTI, 2005.

OSNABRUGGE, M. V. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures : anagency theory-based analysis. **VENTURE CAPITAL**, v. 2, n. 2, 91 ± 109, 2000.

POPADIUK, S. Escala de orientação para Exploration-Exploitation do conhecimento em empresas brasileiras. In: **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-**

GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2010. Rio de Janeiro. Anais ANPAD, 2010.

PORTER, M.E. **Estratégia Competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

RAMADANI, V. Business angels: who they really are. **Strategic Change**, v. 18, n. 7/8, p. 249-258, 2009.

RAMALHO, C. C. M. Private equity and venture capital: an important public policy towards innovation and entrepreneurship in Brazil. In. **ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**, 2010. Rio de Janeiro. Anais ANPAD, 2010.

RAPINI, M. S. **Sistemas financeiros e o financiamento à inovação**: algumas reflexões para o Brasil. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2009. (Texto para discussão, 367).

ROMANÍ, G.; ATIENZA, M.; AMORÓS, J. E. The development of business angel networks in Latin American countries: the case of Chile. **Venture Capital**, v. 15, n. 2, p. 95-113, 2013.

SACCOL, A. Z. **Um retorno ao básico**: compreendendo os paradigmas de pesquisa e sua aplicação na pesquisa em administração. Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, v. 2, n. 2, p. 250-269, maio/ago. 2009.

SCHUMPETER, J.; A. **A teoria do desenvolvimento econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico**. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

Sohl, Jeffrey E. The early-stage equity market in the USA, **Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance**, v.1, 2, p. 101-120, 1999.

SPINA, C. A. **Investidor anjo**: Como conseguir investimento para o seu negócio. São Paulo: Ed. Nversos, 2013.

STAL, E.; SBRAGIA, R.; CAMPANARIO, M.; ANDREASSI, T. **Inovação**: como vencer esse desafio empresarial. São Paulo: Clio editora, 2006.

STRAUSS, A; CORBIN, J. **Pesquisa qualitativa**: técnicas e procedimentos para o desenvolvimento de teoria fundamentada. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2008.

TIDD, J.; BESSANT, J.; PAVITT, K. **Gestão da inovação**. Porto Alegre: Bookman, 2008.

TIRONI, L. F; CRUZ, B. O. **Inovação incremental ou radical:** há motivos para diferenciar? Uma abordagem com dados do Pintec. Rio de Janeiro, 2009 (Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 1360).

YIN, R. K. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. 3. Ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

WALLNÖFER, M.; HACKLIN, F. The business model in entrepreneurial marketing: A communication perspective on business angels' opportunity interpretation. **Industrial Marketing Management**, 2013.

WILTBANK, R. Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors. **Venture Capital**, v. 7, n. 4, 343 – 357, 2005.

WILTBANK, R. READ, S. DEW, N. SARASVATHY, S. Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing. **Journal of Business Venturing**, v. 24, n. 2, p. 116-133, 2009.

WONG, A.; BHATIA, M.; FREEMAN, Z. Angel finance: the other venture capital. **Strategic Change**, v. 18, n. 7/8, p. 221-230, 2009.

ZACHARY, R.; MISHRA, C. S. Research on Angel Investments: The Intersection of Equity Investments and Entrepreneurship. **Entrepreneurship Research Journal**, v. 3, n. 2, p. 160-170, 2013.

APÊNDICE A

PROTOCOLO DE ENTREVISTA

Conforme Martins (2008), o protocolo é o instrumento para nortear a estratégia de pesquisa, além de contribuir para a confiabilidade desta, possibilitando replicação e condução do pesquisador.

Protocolo de Entrevista **Investidores que realizaram aportes da modalidade anjo**

Esta é uma pesquisa acadêmica que tem por objetivo ampliar a compreensão sobre os mecanismos de financiamento à inovação; especificamente sobre o “*angel capital*” ou investimento anjo. O(A) senhor(a) está sendo solicitado(a) a responder à entrevista, em função de ter financiado empresas nascentes.

O estudo está sendo realizado no âmbito do programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná. Ao final do trabalho, todos os entrevistados receberão resumo executivo com os resultados da pesquisa.

Data:

Duração da gravação:

DADOS GERAIS DO INVESTIDOR

Nome:

Profissão:

Setor de atividade:

Tempo de atuação como investidor:

Perguntas

1. Existe alguma motivação específica para o senhor ser um Investidor Anjo?
2. Como o senhor conheceu essa empresa, ou esses empreendedores?
3. Por que esse projeto chamou sua atenção?
4. Essa empresa ou esses empreendedores tiveram algum tipo de assessoria para redação do(s) projeto(s) ou plano de negócio?
5. Essa empresa já estava formalizada (CNPJ)?
6. A sua decisão de investimento seguiu procedimento padrão? O senhor consultou outros investidores?
7. Quanto tempo transcorreu entre sua decisão de investir ou não, desde o primeiro contato com a empresa?
8. Esse segmento empresarial era sua primeira alternativa para investir?
9. Os projetos dessas empresas são inovadores? E essa inovação você considera como radical ou incremental?
10. Quais são os atributos que definiram a sua decisão?
11. Atribua um nível de relevância de 1 a 3 para os atributos a seguir elencados, no seu processo de decisão de investimento.

(1) pouca relevância

(2) relevante

(3) muito relevante

() Alta credibilidade da equipe e/ou empreendedor;

() Valor do aporte;

- () Localização de negócio;
- () Recomendação/indicação de uma fonte confiável;
- () Expectativa de retorno elevado;
- () Sentimento, Intuição/instinto;
- () Disponibilidade de *smart money*;
- () Apresentação convincente do empreendedor;
- () Consulta a partir de uma grupo de investidores anjos;
- () Diversificação da carteira;
- () Oportunidade para se relacionar com outros investidores.
- () Projetos inovadores
- () outros, quais? _____.

11. O senhor autoriza a divulgação das informações no trabalho? (na dissertação a ser entregue na UFPR, em eventos e periódicos científicos).

APÊNDICE B

Protocolo de Entrevista **Empresas financiadas por investimento anjo**

Esta é uma pesquisa acadêmica que tem por objetivo ampliar a compreensão sobre os mecanismos de financiamento à inovação; especificamente sobre o “*angel capital*” ou investimento anjo. O(A) senhor(a) está sendo solicitado(a) a responder à entrevista, em função de sua empresa ter sido financiada por investimento anjo.

O estudo está sendo realizado no âmbito do programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal do Paraná. Ao final do trabalho, todos os entrevistados receberão resumo executivo com os resultados da pesquisa.

Data:

Duração da gravação:

DADOS GERAIS DA EMPRESA

Nome:

Setor de atividade:

Tempo de atuação no mercado:

DADOS DO ENTREVISTADO

Nome:

Cargo:

Tempo de atuação na empresa:

Perguntas

1. Como você prospectou o(s) investidor(s) que financiou o seu projeto ou empresa?
2. Quantos projetos de sua empresa já foram financiados por investimento anjo?

3. Os projetos de sua empresa, que foram financiados por investimento anjo, tiveram algum tipo de assessoria para redação do(s) projeto(s) ou plano de negócio?
4. Os projetos foram financiados por apenas um investidor ou tiveram mais investidores que participaram dos aportes?
5. Quando a sua empresa recebeu o aporte do investidor anjo, ela já estava formalizada (CNPJ)?
6. Quanto o tempo, em média, levou todo o processo, desde o primeiro contato até a efetivação da parceria com o investidor?
7. Qual o segmento de sua empresa?
8. Os projetos de sua empresa são inovadores? E essa inovação você considera como radical ou incremental?
9. Quais são os atributos que você julga importante, e que contribuíram para que seu(s) projeto(s) fosse selecionado por investidores anjos?
10. Atribua um nível de relevância de 1 a 3 para os atributos a seguir elencados, no que para você tiveram maior ou menor relevância na escolha da sua empresa:

(1) pouca relevância

(2) relevante

(3) muito relevante

- () Alta credibilidade da sua equipe e/ou empreendedor;
- () Valor do aporte solicitado;
- () Localização de seu negócio;
- () Alguém recomendou o seu projeto ao investidor;
- () Perspectiva de retorno elevado;
- () Sentimento, Intuição/instinto do investidor;
- () Disponibilidade de *smart money*;
- () Apresentação convincente do seu projeto;

- () Concordância a partir de um grupo de investidores anjos;
- () Diversificar da carteira do investidor anjo;
- () O seu projeto ofereceu mais oportunidades de *network*.
- () Projeto inovador

12. O senhor autoriza a divulgação das informações no trabalho? (na dissertação a ser entregue na UFPR, em eventos e periódicos científicos).

APÊNDICE C – Artigos selecionados para leitura integral no levantamento bibliométrico

	Data Leitura	AUTOR	ANO	TÍTULO	PG	PALAVRAS- CHAVE	RESUMO	OBJETIVO
1	10/set	Amatucci, Frances M.	2011	THROUGH A FRACTURED LENS:: WOMEN ENTREPRENEURS AND THE PRIVATE EQUITY NEGOTIATION PROCESS <i>Journal of Developmental Entrepreneurship</i>	19	Gênero, negociação, mulheres empresárias, private equity, auto-eficácia.	Entrevista mulheres empreendedoras que passaram por um processo de negociação com VCs.	Examinar o processo de negociação com os investidores e como cada gênero joga
	EMBARGO	Argerich, Jaume	2013	Financial services support for entrepreneurial projects: key issues in the business angels investment decision process <i>Service Industries Journal</i>				
2	13/nov	Artem, Gudov	2013	Combining formal	23	Empreendedorismo,	Estudo empresas	Analisa

				and informal financial sources; Russian early entrepreneurs and established firms <i>Journal of Chinese Entrepreneurship</i>		pequenas empresas, Rússia, Financiamento informal e formal, capital de risco, ciclo de vida empresarial.	russas que foram financiadas por angel capital ou FFF	oportunidades e restrições na mobilização do investimento nos diferentes estágios
3	04/ago	Becker - Blease, John R.	2011	The effect of gender diversity on angel group investment <i>Entrepreneurship: Theory and Practice</i>	26	Não há	Utiliza o banco de dados de uma associação de IA para analisar se os grupos de IA formado por mulheres tem o mesmo comportamento que os grupos masculinos	Comparar grupos IA de gêneros distintos
4	04/ago	Becker-Blease, John R.	2011	The Effect of Gender Diversity on Angel Group Investment <i>Entrepreneurship: Theory & Practice</i>	26	Não há		
5	05/ago	Bonnet, Christophe	2012	Raising capital for rapid growth in young technology ventures: when business angels and venture capitalists coinvest <i>Venture Capital</i>	21	Investimento anjo, venture capital, abordagem cognitiva, crescimento do venture, empreendimentos tecnológicos	Trabalha com as duas teorias: agência e abordagem cognitiva buscando a mais forte preditora das interações entre investidores e empreendedores	Verificar qual teoria é a preditora das interações

6	15/out	Brush, Candida G.	2012	Ready for funding? Entrepreneurial ventures and the pursuit of angel financing	20	Prontidão; investimento anjo; regressão logística sequencial	Algumas empresas se colocam como maduras o suficiente para receber investimento, porém nem sempre elas estão realmente preparadas isso.	Examinar a disponibilidade dos novos empreendimentos para receber investimento anjo
	EMBARGO	Carpentier, Cécile	2013	<i>Venture Capital</i> Les incitatifs fiscaux pour les anges investisseurs. (French)				
				<i>Canadian Tax Journal</i>				
7	05/nov	Certhoux, Gilles	2010	Les pratiques d'accompagnement des Business Angels en phase de pré-investissement: une étude exploratoire en France. (French)	15	Não há	Estudo busca entender a importância do acompanhamento dos investidores anjos no estágio inicial das empresas	Buscar compreender quais são as contribuições dos IA para as investidas
				<i>Business Angels' Coaching Practices in the Pre-Investment Stage: An Exploratory Study in France. (English)</i>				
8	04/set	Collewaert, Veroniek	2010	Assessment of Government Funding of Business	18	Capital de risco, business angels, política,	Estudo regional na cidade de Flandres (Bélgica)	Avaliar se a intervenção do governo aumenta

				Angel Networks in Flanders		desenvolvimento econômico e distorção do mercado		o crescimento econômico na região
				<i>Regional Studies</i>				
9	05/set	Collewaert, Veroniek	2012	Angel Investors' and Entrepreneurs' Intentions to Exit Their Ventures: A Conflict Perspective	28	Não há	Um estudo realizado com 65 IA e 72 empresários localizados da Califórnia e Bélgica com intuito de analisar a relação entre investidor-empREENDEDOR e o impacto na saída	Analisar as relações entre investidor anjo-empREENDEDOR no que refere-se aos conflitos e as saídas
				<i>Entrepreneurship: Theory & Practice</i>				
10	13/nov	Damon, Amy	2014	Angel Investment and Collective Agricultural Marketing: The Case of the Minnesota Food Network	9	Não há	Descrever o caso de uma cooperativa agrícola que solicitou investimento anjo para a sua expansão	Expor o caso de cooperativa agrícola
				<i>American Journal of Agricultural Economics</i>				
11	03/ago	Degennaro; Dwyer	2010	Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups	51	Investidor anjo, retorno esperado, private equity	Utiliza o banco de dados de uma associação de IA, para calcular o retorno esperado dos aportes em excesso livre da taxa de risco	Estimar os retornos esperados sobre os IA
				<i>European Financial Management</i>				

12	03/ago	Degennaro, Ramon P.	2010	Angel Investors: Who They Are and What They Do; Can I Be One, Too?	7	Não há	Grupos de IA estão crescendo e podem proporcionar muitas vantagens a investidores e empreendedores	Estudar o perfil dos grupos de IA
				<i>Journal of Wealth Management</i>				
13	02/ago	Dor, Arik Ben	2011	Fallen Angels: Characteristics, Performance, and Implications for Investors	27	Não há	Utilizando uma amostra de 1.400 títulos migrados para outro grau de investimento, concluiu-se a existência de pressões nos preços antes e depois do rebaixamento	Analisar o desempenho de títulos rebaixados por agências de classificação
				<i>Journal of Fixed Income</i>				
14	03/set	Elmore, Barbara	2011	ETHICS OF...AN ANGEL NETWORK	3	Não há	Artigo jornalístico - Discorre sobre o trabalho de um grupo de anjos criado dentro de uma escola de negócio no Texas	Expor um grupo de investidores "The Baylor Angel Network"
				<i>Baylor Business Review</i>				
15	14/nov	Festel, Gunter	2011	Founding angels as early stage investment model to foster biotechnology start-ups	8	Startups, capital de risco, investimento anjo, anjos fundadores	Argumenta que o investidor anjo preenche uma importante lacuna no que se refere a startups geradas em	Investiga o papel do investidor anjo fundador como modelo de investimento para

							universidades (estudos de casos na Alemanha e Suíça)	a fase inicial
	EMBARGO	Festel, Gunter	2013	<i>Journal of Commercial Biotechnology</i> Founding Angels as an Emerging Investment Model in High-Tech Areas				
	EMBARGO	Festel, Gunter W.	2013	<i>Journal of Private Equity</i> Founding angels as an emerging subtype of the angel investment model in high-tech businesses				
16	23/set	Gregson, Geoff	2013	<i>Venture Capital</i> Business Angel Syndication and the Evolution of Risk Capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland	14	Não há	Realiza um estudo da evolução de grupos de investidores anjos na Escócia, e investiga as razões dessa região ser a segunda maior em números de grupos no Reino Unido	Investigar se as políticas públicas influenciaram no crescimento dos IAs na Escócia
17	23/set	Harrison, Richard	2010	<i>Managerial & Decision Economics</i> Determinants of long-distance investing by	26	Investimento anjo, investimento informal, distância,	Estuda a relevância da proximidade do investidor com a	Desenvolver uma compreensão da proximidade do

				business angels in the UK		desenvolvimento regional, criação de venture	investida na tomada de decisão no Reino Unido	investidor anjo com as investidas
				<i>Entrepreneurship & Regional Development</i>				
18	07/ago	Johnson, William C.	2012	Angels and venture capitalists in the initial public offering market	17	Business angels, investidores de capital de risco, ofertas públicas iniciais, underwriters	Compara a participação de investimento anjo e venture capital em IPO"s	Examinar os I.A e VC's e suas interações
				<i>Venture Capital</i>				
19	07/ago	Johnson, William C.	2012	INITIAL PUBLIC OFFERINGS AND PRE-IPO SHAREHOLDERS: ANGELS VERSUS VENTURE CAPITALISTS	24	Business angels; investidores de capital de risco; IPO's; underpricing	Compara pós IPO quais são os tipo de investidores que detém mais ações e fazem parte do conselho	Examinar os I.A e VC's por meio da participação no conselho pós IPO
				<i>Journal of Developmental Entrepreneurship</i>				
20	14/nov	Kerr, William R.	2014	The Consequences of Entrepreneurial Finance: Evidence from Angel Financings	36	Não há	Estudo as duas maiores organizações de IA no EUA e analisa o desempenhos das empresas aportadas por IA após as saídas	Examinar quais são as consequências dos aportes de IA nas empresas financiadas
				<i>Review of Financial Studies</i>				

21	08/ago	Lahti, Tom	2011	Angel investing: an examination of the evolution of the Finnish market	28	Business angel; Finlândia; evolução de mercado; due diligence	Investigar o perfil de investidores anjos e como evoluiu o mercado de investimento anjo na Finlândia	Fornecer uma imagem do mercado de investimento anjo da Finlândia
22	23/set	Lahti, Tom	2011	<i>Venture Capital</i> Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland	27	Classificação; business angels; due diligence; envolvimento; redução de risco	Busca categorizar os tipos de investimento anjo na Finlândia	Tipificar investimento anjo
	EMBARGO	Li, Yaokuang	2014	<i>Venture Capital</i> An exploratory study of business angels in China: a research note				
23	02/out	Lindgaard Christensen, Jesper	2011	<i>Venture Capital</i> Should government support business angel networks? The tale of Danish business angels network	21	Business angels; redes; pequenas empresas; avaliação; governo	Avalia as políticas públicas voltada a redes de investidores anjos	Discutir a possível justificativa para os governos para apoiar as redes de investidores anjos
24	25/set	Macht, Stephanie A.	2011	<i>Venture Capital</i> Inexpert business angels: how even investors with 'nothing to add' can	11	Não há	Categoriza o grau de envolvimento dos investidores anjo com as aportadas	Categorizar o grau de envolvimento dos investidores anjo

				add value				com as aportadas
				<i>Strategic Change</i>				
25	25/set	Macht, Stephanie A.	2011	The role of investee company managers in business angels' involvement: empirical insights from dyadic data	28	Business angel; envolvimento; valor acrescentado; gerente investida; empírico, estudo de caso	Explora os papéis que os diretores-gerais das empresas investidas desempenham e como se envolvem com as redes de anjos	Investigar a relação de investidas com IAs pós-investimento
				<i>Venture Capital</i>				
26	02/out	Maxwell, Andrew L.	2011	Business angel early stage decision making	14	Business angels, tomada de decisão, eliminação por aspectos, análise qualitativa	Investiga quais são os fatores críticos que levam um investidor rejeitar um projeto	Examina o processo decisório do investidor anjo na fase inicial de seleção das empresas
				<i>Journal of Business Venturing</i>				
27	05/out	Mittenness, Cheryl	2012	Angel investor characteristics that determine whether perceived passion leads to higher evaluations of funding potential	15	Reatividade afetiva, investidores anjos, paixão	Estudo investiga se o investidor anjo utiliza como critério de tomada de decisão a paixão demonstrada pelo empreendedor.	Estabelecer uma relação entre a paixão percebida e avaliações de potencial de financiamento
				<i>Journal of Business Venturing</i>				
28	05/out	Mittenness, Cheryl R.	2012	Horse vs. Jockey? How stage of funding process and	28	Investidor anjo; critérios de investimento; estágios		

				industry experience affect the evaluations of angel investors <i>Venture Capital</i>		de financiamento	
	No full text	Mitter, Christine	2012	BUSINESS ANGELS: ISSUES, EVIDENCE, AND IMPLICATIONS FOR EMERGING MARKETS <i>Journal of International Business & Economics</i>			
29	12/out	Moses, Olayinka	2013	Small business financing in Nigeria: an investigation of the angel option	6	Pequenas e médias empresas; business angel; financiamento	Analisa o cenário do investimento anjo na Nigéria
	No full text	Nwagbara, Uzoечи	2012	<i>Canadian Social Science</i> Utomi, P. O. (2010). Business Angel as a Missionary: Reflections of an Economic Growth Activist <i>Journal of African Business</i>			Analisar a existência e o papel dos business angel como fonte financeira a PMEs na Nigéria

30	18/set	Parhankangas, A.	2013	How entrepreneurs seduce business angels: An impression management approach <i>Journal of Business Venturing</i>	22	Gestão da impressão, business angel, financiamento empresarial	Busca compreender através da gestão da impressão o processo decisório do investidor anjo	Analisar através da gestão da impressão o processo decisório do investidor anjo
31	24/out	Paul, Stuart	2010	Business angel syndicates: an exploratory study of gatekeepers <i>Venture Capital</i>	17	Business angel; sindicatos de investimento; gatekeepers; investimento informal	Explora o papel dos indivíduos que controlam o acesso e a gerencia da maioria das operações de grupos de investimento anjo (Escócia)	Analisar o papel dos indivíduos chamados Gatekeepers business angels
	EMBARGO	Porter, Michael	2013	Informal Private Equity Investment Networks: The Role of the Nexus Angel <i>Journal of Private Equity</i>				
32	01/ago	Ramadani, Veland	2009	Business angels: who they really are <i>Strategic Change</i>	10	Não há	Um estudo que explora os perfis dos investidores anjos	Classificar os Inv. Anjos
33	05/ago	Romaní, Gianni	2013	The development of business angel networks in Latin American countries:	20	Capital de risco informal, Chile, business anjo network	Busca explorar as limitações das políticas públicas e o processo decisório dos	Analisar a evolução das redes de business angel

the case of Chile							investidores para explicar um mercado pequeno de IA	no Chile
34	10/out	Scheela, William	2009	<i>Venture Capital</i> Business Angel Investing in an Emerging Asian Economy	14	Não há	Utiliza a teoria institucional para explicar como operam os business angels na Filipinas	Expor o perfil do investimento anjo nas Filipinas com base na teoria institucional
35	10/out	Scheela, William	2012	<i>Journal of Private Equity</i> Do institutions matter for business angel investing in emerging Asian markets?	21	Business angels; teoria institucional; economias emergentes; Tailândia	Utiliza a teoria institucional para explicar como operam os business angels na Tailândia	Expor o como o investimento anjo se comporta em uma economia emergente na teoria institucional
36	02/nov	Shane, Scott	2012	<i>Venture Capital</i> The Importance of Angel Investing in Financing the Growth of Entrepreneurial Ventures This article was originally <i>The Quarterly Journal of Finance</i>	42	Investidor anjo; empreendedor; financiamento informal.	Relata como se comportou o mercado de IA nos EUA de 2001 a 2003	Descrever como o mercado de IA em 2001 a 2003 nos EUA
37	29/ago	Vanacker, Tom	2013	The Relationship between Slack Resources and the	28	Financiamento anjo, o empreendedorismo, o desempenho da	Busca delinear quais são os fatores determinantes das	Analisa o desempenho das empresas

				Performance of Entrepreneurial Firms: The Role		empresa, venture capital	empresas financiadas por VCs e las que contribuem para a criação de valor das empresas	aportadas por VCs
38	14/ago	Wallnöfer, Maria	2013	<i>Journal of Management Studies</i> The business model in entrepreneurial marketing: A communication perspective on business angels' opportunity interpretation	10	Business Angel, modelo de negócio, narrativa, interação comunicativa	Investiga a importancia e o papel que o modelo de negócios desempenha no processo de 17 business angels de tomada de decisão	Explorar como os investidores anjos avaliam o modelo de negócios das empresas nascentes
	Jornalístico	Wilson, Karen	2012	<i>Industrial Marketing Management</i> Believing in angels				
39	16/ago	Wiltbank, Robert	2009	<i>OECD Observer</i> Prediction and control under uncertainty: Outcomes in angel investing	18	Investimento anjo, tomada de decisão, previsão, controle, efetivação, incerteza	Os autores desenvolveram um instrumento de pesquisa que mede se o controle influencia no retorno dos investidores	Analisar a influência da estratégia de controle dos IA as suas saídas
40	11/ago	Wong, Andrew	2009	<i>Journal of Business Venturing</i> Angel finance: the other venture capital	11	Não há	Faz um apanhado de conceitos sobre investidores anjos	Fornecer informações sobre o perfil de

								investidores anjos
41	11/ago	Zachary, Ramona	2013	<i>Strategic Change</i> Research on Angel Investments: The Intersection of Equity Investments and Entrepreneurship <i>Entrepreneurship Research Journal</i>	12	Investidores anjo, financiamento de startups, crowdfunding, empreendedorismo, modelo de negócios	Trabalha com os dados divulgados do AIPP, e lança questionamentos sobre o investimento anjo	Sugerir questões de estudos sobre o investimento anjo
42	17/out	Lahti, Tom	2014	The value-added contribution of advisors in the process of acquiring venture capital	21	Conselheiros, teoria da agência, incertezas, capital de risco, valor agregado	Analisar os determinantes da contribuição de valor agregado oferecido por conselheiros VC's	Analisar os determinantes da contribuição de valor agregado oferecido por conselheiros
	EMBARGO	Mason, Colin	2010	<i>International Small Business Journal</i> Investment Readiness Programmes and Access to Finance: A Critical Review of Design Issues <i>Local Economy (Routledge)</i>				
	No full text	Robson, Paul J. A.	2009	Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in				

				Europe - I.A E A				
				FALTA DE CONHECIMENTO				
				International Small Business Journal				
43	04/nov	Audretsch, David B.	2012	Financial signaling by innovative nascent ventures: The relevance of patents and prototypes	15	Inovação, empreendedorismo, financiamento, assimetria das informações	Esse estudo buscou verificar se o fato das startups terem alguma apropriação ou protótipo proporciona uma maior visibilidade aos olhos do investidores	Investigar a relevância das patentes e protótipo para a obtenção de financiamento externo
				Research Policy				
44	16/ago	Bruton, G. D.	2010	Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors	20	Teoria da agência, teoria institucional, venture capital, business angel, instituições jurídicas	Analisa os efeitos de desempenho de concentração das ações nas mãos de VCs e IAs no Reino Unido trabalhando uma amostra de 224 IPOs	Analisa os efeitos de desempenho das ações das empresas com participação de Capitalistas de Risco
				Strategic Management Journal				
45	07/ago	Burke, Andrew	2010	How does entrepreneurial activity affect the supply of informal investors?	28	Investimento informal; capital de risco; empreendedorismo; business angel	Trabalha com evidencias o investimento informal contribui para a atividade empresarial	Investigar a relação entre a atividade empreendedora e o fornecimento de investimento informal
				Venture Capital				

46	14/ago	Burke, Andrew	2014	What determines the level of informal venture finance investment? Market clearing forces and gender effects	18	Investimento Informal, financiamento de risco, empreendedorismo feminino, investidoras anjos	Estimam-se determinantes do nível de investimento realizado por investidores informais e encontram um ciclo virtuoso	Explicar o nível total de investimento informal na economia
				<i>Small Business Economics</i>				
47	16/ago	Chemmanur, Thomas J.	2014	Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research	19	Não há	Analisa 6 artigos que tratam da relação do intermediadores financeiros com as atividades empreendedoras e a inovação	Investigar a relação entre a atividade empreendedora e os intermediadores financeiros
				<i>Review of Financial Studies</i>				